ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รักชนก สำเนียงล้ำ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์
พ.ศ. 2563

Factors Affecting the Underpricing of Initial Public Offerings of Thailand Listed Companies

Rakchanok Sumnianglum

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Doctor of Philosophy (Accountancy)

College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

2020

ใบรับรองวิทยานิพนธ์

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

ปริญญา ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)

หัวข้อวิทยานิพนธ์ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เสนอโดย รักชนก สำเนียงล้ำ

หลักสูตร ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ผศ.ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

ได้พิจารณาเห็นชอบโดยคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์แล้ว

.....ประธานกรรมการ

(รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี)

.....กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

(ผศ.ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู)

..... กรรมการ

(ผศ.ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

..... กรรมการ

(ผศ.ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต)

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชีรับรองแล้ว

..... คณบดีวิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี

(ผศ.ดร.ศิริเดช คำสุพรหม)

วันที่ 25 เดือน ก.ค. พ.ศ. 2563

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ปัจจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	รักชนก สำเนียงล้ำ
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. พัทธนันท์ เพชรเชิดชู
หลักสูตร	ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี)
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ 2 ประการ ดังนี้ (1) เพื่อวิเคราะห์ลักษณะลักษณะกลไกภายนอกบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (2) เพื่อวิเคราะห์ลักษณะลักษณะกลไกภายในบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในสภาวะทางเศรษฐกิจทางการเมืองในยุคของการปกครองในปี พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561 เนื่องจากในปี พ.ศ.2557 เป็นปีที่ประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองซึ่งจะเห็นได้ว่ามีการยึดอำนาจจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภาพรวมของประเทศไทยในวงกว้าง ทำให้เกิดนโยบายทางเศรษฐกิจต่างๆอย่างมากมาย รวมทั้งเกิดเหตุการณ์และสภาวะทางเศรษฐกิจภายในประเทศและต่างประเทศมีความผันผวนในทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก และการตัดสินใจในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปรากฏการณ์การตั้งราคาหุ้นสามัญเสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอในราคาที่ค่อนข้างต่ำเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถนำหุ้นดังกล่าวมาขาย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – พ.ศ. 2561 แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม จำนวน 74 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2557- พ.ศ. 2561 คือ ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisory) วิธีการกำหนดราคาหุ้นสามัญ (Pricing Initial Public Offering Stocks) และจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter of Quantity) ตามลำดับ โดยลักษณะกลไกภายนอกของบริษัทถือว่ามีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญแก่มุมมองนักลงทุนที่จะตัดสินใจลงทุนมากกว่าลักษณะกลไกภายในที่ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Thesis Title	Factors Affecting the Underpricing of Initial Public Offerings of Thailand Listed Companies
Author	Rakchanok Sumnianglum
Thesis Advisor	Dr. Pattanant Petchchedchoo
Department	Accountancy
Academic Year	2019

ABSTACT

Thailand has faced great political changes in the political economic conditions in the era of governance during 2014-2018 due to the seizure of power by the National Council for Peace and Order (NCPO). This movement has posed great effects to national economy and thus, quantitys of economic policies have been launched. The situation remains until 2018 where the constituency election was planned along with the significant fluctuations in national and international economic situations. The company's determined to register in the Stock Exchange of Thailand by initially proposing common shares or IPOs at relatively low price for the public to enable the investors to trade those shares. The first day of trading within the stock market has shown high rate of investment return. This phenomenon seemed to be explicit in the Stock Exchange of Thailand; in other word, it is the initiation of IPO Underpricing. The factors affecting the IPO Underpricing of the listed company on the Stock Exchange of Thailand during 2014-2018 are Financial Advisory, the determination method applied to common share price and the quantity of Underwriters respectively. The external corporate governance mechanisms also influence the decision of the investors significantly.

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้อย่างลุล่วงสมบูรณ์ โดยได้รับความอนุเคราะห์อย่างดียิ่งจาก อาจารย์ ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ รวมทั้งท่าน รองศาสตราจารย์ ดร. พนารัตน์ ปานมณี ผู้ช่วยศาสตราจารย์.ดร.ดารณี เอื้อชนะจิต และอาจารย์ ดร.ศิริเดช คำสุพรหม ที่ให้คำแนะนำและสั่งสอนในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ และประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ผู้วิจัยเสมอมา ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่าน และจะจารึกพระคุณนี้ไว้ในความทรงจำอย่างมิรู้ลืมเลือนว่า ความสำเร็จในครั้งนี้เกิดขึ้นได้ด้วยความเมตตา กรุณา จากท่านอาจารย์ที่ให้ความช่วยเหลือในการแก้ไข ตรวจสอบข้อบกพร่องในด้านต่างๆ และให้คำแนะนำที่มีประโยชน์อย่างสูงสุดอันก่อให้เกิดประสบการณ์ในด้านการทำวิจัยตลอดจนผลงานวิจัยที่มีคุณค่าและมีคุณภาพมากยิ่งขึ้น

ผู้วิจัยขอขอบคุณกัลยาณมิตรของผู้วิจัยทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจให้ผู้วิจัยตลอดมา ขอขอบคุณพี่ ๆ เพื่อน ๆ น้อง ๆ ทุกสถาบันและบริษัทที่ร่วมทำงานกับผู้วิจัยตลอดมา รวมทั้งเพื่อน ๆ สาขาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์ และเจ้าหน้าที่ประจำคณะทุกท่านที่เป็นกำลังใจและคอยช่วยเหลือตลอดระยะเวลาที่ศึกษาและจัดทำวิทยานิพนธ์ด้วยความปรารถนาดีเสมอมา

สุดท้ายผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ บิดาและมารดา และพี่น้องของผู้วิจัยทุกๆท่าน ที่ท่านช่วยสนับสนุนในด้านการศึกษาแก่ผู้เขียนมาตั้งแต่วัยเยาว์ ให้ความรัก ความเข้าใจและเป็นกำลังใจสำคัญให้การทำ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงลงได้ โดยหากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีประโยชน์และคุณค่าทางการศึกษาผู้วิจัยขอยกความดีทั้งหมดแด่ท่านคณาจารย์กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุกท่าน รวมทั้งกราบเป็นกตเวทิตาแก่บิดา มารดา และผู้มีพระคุณของผู้วิจัยที่ได้อบรมเลี้ยงดู ให้ความรู้ ความเมตตา แก่ผู้วิจัย แต่หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับความผิดพลาด ไว้แต่เพียงผู้เดียว

รักชนก สำเนียงล้ำ

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย ..... ฆ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ ..... ง
กิตติกรรมประกาศ ..... จ
สารบัญตาราง ..... ซ
สารบัญภาพ ..... ฎ
บทที่
1. บทนำ 1
1.1 ที่มาและความสำคัญ 1
1.2 คำถามในการวิจัย 5
1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย 5
1.4 สมมติฐานของการวิจัย 6
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ 7
1.6 ขอบเขตของงานวิจัย 7
1.7 นิยามศัพท์ 9
2. แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 11
2.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดราคาแก่สาธารณชนต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underpricing) ... 12
2.2 ทฤษฎีการอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO 21
2.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Publice Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 28
2.4 แนวคิดช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป 37
2.5 แนวคิดความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท 39
2.6 แนวคิดของโครงสร้างผู้ถือหุ้น 40
2.7 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing) 43
2.8 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO) . 51
2.9 กรอบแนวคิดในงานวิจัย 73

สารบัญ (ต่อ)

บทที่ **หน้า**

3. ระเบียบวิธีวิจัย 76
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง 76
3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล 78
3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล 79
3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล 93
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล 94
3.6 ความเที่ยงตรงของแบบงานวิจัย 95
3.7 การเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล 96
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล 98
4.1 ลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 98
4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร 109
4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ 111
4.4 การวิเคราะห์สมมติฐาน 118
5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ 130
5.1 สรุปผลการศึกษา 130
5.2 อภิปรายผลการศึกษา 132
5.3 ข้อจำกัด 140
5.4 ข้อเสนอแนะ 140
บรรณานุกรม 141
ภาคผนวก 150
ประวัติผู้เขียน 215

สารบัญตาราง

ตารางที่ **หน้า**

2.1 สรุปผลการวิจัยของทฤษฎีการส่งสัญญาณ 19
2.2 หลักฐานเกี่ยวกับปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนสูงผิดปกติของหุ้นไอพีโอ 25
2.3 สรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน 48
2.4 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 57
2.5 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านกลไกภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 70
3.1 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 77
3.2 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา 78
3.3 รายละเอียดคำนิยามตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย 92
4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา 99
4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 99
4.3 สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก 101
4.4 สัดส่วนจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมากกว่าหนึ่งราย 102
4.5 แสดงสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก 103
4.6 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO . 104
4.7 แสดงสัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR) 105
4.8 แสดงสัดส่วนช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP) 106
4.9 แสดงสัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL) 107
4.10 แสดงสัดส่วนสัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (IA) 108
4.11 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 74 บริษัท จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ 109
4.12 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา 110

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่ **หน้า**

4.13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายนอกกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย..... 112

4.14 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามลักษณะกลไกภายนอก 114

4.15 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายในกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 116

4.16 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามลักษณะกลไกภายใน 117

4.17 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับผู้จำหน่ายหลักทรัพย์อิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ โดยการแสดงค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method 119

4.18 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 119

4.19 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 122

4.20 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 124

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่ **หน้า**

4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย..... 126

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
2.1	แผนภาพแสดงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing	12
2.2	ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์	30
2.3	ขั้นตอนหลักและผู้เกี่ยวข้องในการเข้าจดทะเบียน	31
2.4	กรอบแนวคิดการวิจัย	75
4.1	จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	100
4.2	สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	101
4.3	สัดส่วนผู้จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท	102
4.4	สัดส่วนสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	103
4.5	สัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น	104
4.6	สัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ	105
4.7	สัดส่วนช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป	106
4.8	สัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง	107
4.9	สัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	108
4.10	ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรกของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	123
4.11	ลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรกของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	127
4.12	สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	128

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ประเทศไทยเผชิญกับความท้าทายในการดูแลเสถียรภาพระบบการเงินเช่นเดียวกับอีกหลายประเทศทั่วโลก โดยมีปัจจัยเสี่ยงสำคัญจากความไม่แน่นอนในทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก (G3) และผลกระทบจากมาตรการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีน รวมถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่กระทบต่อความผันผวนในตลาดการเงินโลกและกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศระบบการเงินไทยโดยรวมมีเสถียรภาพ ระบบสถาบันการเงินมีความมั่นคง เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยอยู่ในเกณฑ์ดี สะท้อนจากภาระหนี้ต่างประเทศที่อยู่ในระดับต่างๆ ดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลต่อเนื่อง และเงินสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ระบบการเงินไทยมีกันชน (buffer) ที่สามารถช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายและปัจจัยเสี่ยงจากต่างประเทศได้ดีในช่วงที่ผ่านมา

แม้ว่าระบบการเงินโดยรวมมีเสถียรภาพ แต่ยังต้องติดตามความเสี่ยงบางจุดที่ยังไม่ปรับตัวดีขึ้นและอาจจะสร้างความเปราะบางให้กับเสถียรภาพระบบการเงินในอนาคตได้ รวมถึงกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความเชื่อมโยงกับระบบการเงินอย่างมีนัยสำคัญได้เร่งออกตราสารหนี้และใช้สินเชื่อเพิ่มขึ้นในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ และมีแนวโน้มขยายการลงทุนออกจากธุรกิจหลักดั้งเดิมและลงทุนในต่างประเทศมากขึ้นซึ่งปัจจัยที่มีความสำคัญต่อพัฒนาการและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ อันจะส่งผลต่อระดับรายได้และความเป็นดีอยู่ดีของประชาชน อันเป็นผลจากการที่การเพิ่มขึ้นของการลงทุนจะส่งผลต่อการเพิ่มผลผลิต ภาวะการจ้างงาน และตัวแปรอื่นๆในเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้นตลาดการเงิน (Financial Market) จึงเป็นแหล่งเงินทุนทั้งในด้านการระดมทุนของผู้ต้องการเงินทุนและเป็นแหล่งการปล่อยเงินทุนสำหรับผู้ที่ต้องการปล่อยเงินทุนส่วนเกินที่ตนมีอยู่ ตลอดจนเป็นแหล่งอำนวยความสะดวกแก่บุคคลทั้งสองฝ่ายให้สามารถทำธุรกรรมได้สะดวกขึ้น ทั้งนี้ตลาดการเงินซึ่งมีสถาบันการเงินเป็นสื่อกลางในการระดมเงินออมจากประชาชน ภาคธุรกิจ และภาครัฐบาล ซึ่งตลาดทุนนับเป็นส่วนหนึ่งของตลาดการเงินจึงมีบทบาทที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการพัฒนาเศรษฐกิจไทย

สถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญแห่งหนึ่งในการนี้คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand) ที่ทางภาครัฐได้เริ่มให้ความสนใจอย่างจริงจังโดยมีการกำหนดแนวทางการดำเนินงานเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ในช่วงแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ฉบับที่สองเป็นต้นมา (พ.ศ.2510 -2514) และสามารถจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการโดยออกเป็นพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาระบบเศรษฐกิจไทย เพื่อให้เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์แห่งเดียวในราชอาณาจักร เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และสนับสนุนให้ประชาชนมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของธุรกิจและอุตสาหกรรมในประเทศ ให้ความคุ้มครองผลประโยชน์ต่อทุกฝ่ายที่มีความเกี่ยวข้องในตลาด จัดการควบคุมซื้อขายหลักทรัพย์ให้มีความเป็นระเบียบ มีสภาพคล่องและมีความยุติธรรม โดยเป็นกลไกและช่องทางระดมทุนของผู้ประกอบการธุรกิจให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน อีกทั้งเป็นช่องทางการออมและสร้างดอกผลจากการลงทุนของประชาชน ตลอดจนเป็นแหล่งความรู้เรื่องการเงินการลงทุนของผู้ลงทุน เยาวชน และประชาชนทั้งนี้ การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของบริษัท เช่น Caselli (2010) กล่าวว่าการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เป็นกิจกรรมของบริษัทแสวงหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อการพัฒนาหรือเพื่อขยายธุรกิจและการขยายตัวของบริษัท ซึ่งในช่วงที่มีการเริ่มต้นทำ IPO บริษัทก็จะมีข้อมูลเกี่ยวกับแผนในการพัฒนาอนาคตของบริษัทในขณะที่นักลงทุน (Investor) อาจจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทเพียงเล็กน้อย บริษัทจึงจำเป็นที่จะต้องใช้วิธีการที่เหมาะสมเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

จากผลกระทบที่เกิดขึ้นจะเห็นได้ว่าการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ต้องอาศัยความพยายามอย่างมากจากผู้บริหารระดับสูง ซึ่งรวมถึงคณะกรรมการบริษัทและที่สำคัญในกระบวนการนี้คือการออกแบบระบบกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีประสิทธิภาพซึ่ง Sahoo (2014) และ Anis (2010) ชี้ให้เห็นว่าองค์ประกอบและความสามารถของคณะกรรมการนั้นมีความสำคัญอย่างมากต่อความสำเร็จในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นอกจากนั้นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ก็มีแหล่งข้อมูลอย่างจำกัด นักลงทุนจึงอาศัยปัจจัยอื่นที่ใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงคุณภาพของบริษัทหลักทรัพย์ IPO เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เช่น ชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ อัตราการถือหุ้นของผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ อัตราส่วนทางการเงิน ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ความสัมพันธ์ทางการเมือง และการสนับสนุนในด้านต่างๆผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน รวมทั้งช่วงเวลาในการเสนอขาย เพื่อทำการประเมินเกี่ยวกับประสิทธิภาพของหลักทรัพย์IPO

การศึกษาที่มีอยู่มักใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณเพื่อแสดงให้เห็นปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เช่น Allen and Faulhaber (1989) ได้ศึกษาและสร้างแบบจำลองทฤษฎีการส่งสัญญาณของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ด้วยราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) โดยตั้งสมมติฐานว่า ผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อมูลของบริษัทตนเองเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตมากกว่านักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเท่าเทียมกันของข้อมูลและไม่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน จะไม่มีการกำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) เนื่องจากไม่มีความจำเป็นในการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Grinblatt and Hwang (1989) ที่พบว่าระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพของบริษัท และนอกจากนี้ยังมีนักวิจัยหลายท่านพบว่า ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ เช่น Baron (1982) ได้กล่าวว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีข้อมูลความต้องการหุ้น IPO ของนักลงทุนมากกว่าผู้ออกหลักทรัพย์ ส่งผลให้ผู้จัดจ่าหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้ตัดสินใจในการกำหนดราคาหุ้น IPO ซึ่งผู้จัดจ่าหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับผลตอบแทนในรูปของราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้การกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง รวมทั้ง สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร เงินลงทุนร่วมโดยนายทุน จำนวนปัจจัยเสี่ยงล้วนแล้วมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาของหลักทรัพย์IPO เพื่อจะสื่อถึงคุณภาพและมูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ต่อนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์IPO

นอกจากนี้รายงานทางการเงินก็เป็นแหล่งข้อมูลอีกแหล่งหนึ่งที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใช้ในการประเมินบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al.2013)และหนึ่งในกระบวนการของการออกจำหน่ายหลักทรัพย์IPO ก็คือบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์IPO จะต้องส่งมอบงบการเงินให้ผู้ตรวจสอบบัญชีตรวจสอบและรับรองงบการเงิน โดยที่ผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ดังนั้นงบการเงินที่ได้รับรองในการตรวจสอบแล้วจะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ในมุมมองของนักลงทุนและเป็นปัจจัยหนึ่งในการลดการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (พิมพิศา พรหมมา, 2560) ซึ่งการศึกษาของ Beatty (1989) ชี้ให้เห็นว่าผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์IPO การศึกษาของ Chemmanur and Fulghieri (1994) ได้อธิบายบทบาทที่ Underwriter ที่มีชื่อเสียงช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านกิจกรรมที่ Underwriter ทำใน

การประเมินราคาและสื่อสารข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออก IPO สู่ตลาดอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ตรงกันมากขึ้น ในทางกลับกัน Underwriter จะสามารถสร้าง ชื่อเสียงของบริษัทให้เป็นที่รู้จักและได้รับการยอมรับจะต้องเกิดจากการที่Underwriter ได้มีการให้บริการที่มีคุณภาพเท่าเทียมกันแก่ลูกค้าทุกประเภทบริการที่มีคุณภาพส่วนหนึ่งคือการพยายามค้นหาราคาที่เหมาะสมสำหรับหุ้น IPO โดยหาจุดสมดุลที่ให้บริษัทผู้ออก IPO ได้รับมูลค่าระดมทุนที่เหมาะสมทั้งนี้ Hasan et al.(2013) ยังพบว่าปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทจากหนังสือชี้ชวนใช้เป็นสัญญาณในการสื่อถึงผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จากสินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์

จากปัญหาที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่านักลงทุนจะพบกับอุปสรรคในการวัดมูลค่าของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์IPOเนื่องจากหลักทรัพย์ IPO จะไม่มีข้อมูลสถิติการซื้อขายในอดีต ดังนั้นจึงเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์IPO กับนักลงทุนและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนเพื่อจะแก้ไขปัญหาดังกล่าว นอกจากนี้ในสภาวะทางเศรษฐกิจทางการเมืองในยุคของการปกครองในปี พ.ศ. 2557-พ.ศ. 2561 มีความผันผวนในทางเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก รวมทั้งการตัดสินใจในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงเป็นที่มาของงานวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอบเขตของการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้จะพิจารณามุมมองทางด้านลักษณะกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) และกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) บริษัท ซึ่งช่วงระยะเวลาในการศึกษาครั้งนี้เริ่มตั้งแต่ช่วงระยะเวลา พ.ศ. 2557 – พ.ศ. 2561 เนื่องจากในปี พ.ศ.2557 เป็นปีที่ประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองซึ่งจะเห็นได้ว่ามีการยึดอำนาจจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยในวงกว้าง ทำให้เกิดนโยบายทางเศรษฐกิจต่างๆอย่างมากมาย จนถึงช่วงปี 2561 ที่ประเทศเริ่มเห็นภาพการเลือกตั้ง โดยมีการกำหนดแผนการเลือกตั้งทำให้ในช่วงระยะเวลา พ.ศ. 2557 – พ.ศ. 2561 มีการเปลี่ยนแปลง รวมทั้งเกิดเหตุการณ์และสภาวะทางเศรษฐกิจภายในประเทศและต่างประเทศทั้งยังให้ความสำคัญกับการเพิ่มรายได้จากตลาดหลักและตลาดใหม่ที่มีศักยภาพสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยผู้ประกอบการสามารถนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจะนำเงินทุนที่ได้รับจาก

การระดมทุนไปใช้ในการขยายธุรกิจหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเพื่อเสริมความได้เปรียบทางการแข่งขันโดยรายละเอียดต่าง ๆ ของงานวิจัยจะกล่าวถึงในลำดับต่อไป

1.2 คำถามในการวิจัย

จากที่มาและความสำคัญของปัญหาในการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสรุปเป็นคำถามในการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1.2.1 ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี (Audit) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) อย่างไร

1.2.2 ลักษณะกลไกภายในมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) หรือไม่และอย่างไร

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทและผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) อย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย

ในการศึกษาเรื่องปัจจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์ในการวิจัยดังต่อไปนี้

1. เพื่อวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายในบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก(IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.4 สมมติฐานของการวิจัย

ในการศึกษาเรื่องปัจจัยปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสมมติฐานในการวิจัย ดังต่อไปนี้

H1a : ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1b : จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1c : ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1d : ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1e : ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1f : วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2a : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2b : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2c : อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2d : สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2e : ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทช่วงเวลามีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2f : ผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถนำข้อมูลมาใช้ในการควบคุมบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเรื่องของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของแต่ละบริษัทมีถูกต้อง เหมาะสม และมีความน่าเชื่อถือก่อนที่จะเสนอขายหุ้นครั้งแรกให้แก่ประชาชน ทั้งยังเป็นการเพิ่มเสถียรภาพ ประสิทธิภาพ ความมั่นคงให้กับองค์กร

2. บริษัทต่างๆ สามารถนำข้อมูลที่ได้มาพัฒนาองค์การของตนเองในด้านต่างๆ อาทิ แหล่งเงินทุนในการพัฒนาหรือขยายธุรกิจรวมทั้งเป็นการวางแผนบริหารภายในและภายนอกของบริษัทเพื่อใช้ในการตัดสินใจในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

3. นักลงทุนสามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาและวิเคราะห์ไปกำหนดทิศทางการลงทุนให้ทันต่อสถานการณ์ รวมทั้งสามารถใช้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์IPO

4. ประชาชนทั่วไป นักศึกษา นักวิชาการ และผู้ที่สนใจในการศึกษาสามารถนำข้อมูลไปเป็นแนวทางพัฒนาองค์ความรู้ต่อไปในอนาคตและต่อยอดทางการศึกษาได้อย่างสมบูรณ์แบบ รวมทั้งงานวิจัยและการค้นคว้าต่างๆสำหรับประกอบการเรียน การทำงาน การปฏิบัติงานขององค์กร ที่จะเป็นประโยชน์ในอนาคตในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing)ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.6 ขอบเขตของงานวิจัย

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้วิจัยได้กำหนดขอบเขตของงานวิจัยไว้ดังนี้

1.6.1 ขอบเขตด้านประชากร

ในการศึกษานี้เป็นการศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม จำนวน 81 บริษัท และสาเหตุการเลือกปีที่เริ่มต้นการเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นปี พ.ศ.2557 และสาเหตุการเลือกปีที่เริ่มต้นการเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นปี พ.ศ.2557 เนื่องจากในปี พ.ศ.2557 เป็นปีที่ประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองซึ่งจะเห็นได้ว่ามีการยึดอำนาจจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยในวงกว้าง ทำให้เกิดนโยบายทางเศรษฐกิจต่างๆอย่างมากมาย ให้ความสำคัญกับการเพิ่มรายได้จากตลาดหลักและตลาดใหม่โดยกลุ่ม

ตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 แบ่งตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (AGRO)	จำนวน 13 บริษัท
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	จำนวน 4 บริษัท
3. กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FIN)	จำนวน 6 บริษัท
4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	จำนวน 12 บริษัท
5. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	จำนวน 11 บริษัท
6. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC)	จำนวน 13 บริษัท
7. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE)	จำนวน 20 บริษัท
8. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	จำนวน 2 บริษัท
รวมกลุ่มตัวอย่าง	**จำนวน 81 บริษัท**

1.6.2 ขอบเขตด้านเนื้อหา

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้วิธีการศึกษาข้อมูลในรายงานประจำปี หนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลออนไลน์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART ซึ่งเนื้อหาในการศึกษาเพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยโดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งเป็นการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) โดยการประเมินการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานโดยใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าผลตอบแทนตลาด

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งสามารถแบ่งออกเป็น2 ด้าน โดยแบ่งออกเป็นตัวแปรด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นและด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นซึ่งแบ่งออกเป็น 6ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA)

ผู้ตรวจสอบบัญชี(Audit) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ

2. ด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA)(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท และผู้ตรวจสอบภายใน

1.7 นิยามศัพท์

โครงสร้างคณะกรรมการ(Corporate Board Structure) หมายถึงคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการเฉพาะด้านอีก 5 คณะ ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการบรรษัทภิบาลและคณะกรรมการสรรหาและพิจารณาผลตอบแทนซึ่งข้อกำหนดที่กฎหมายกำหนดให้จำนวนกรรมการขั้นต่ำไว้ไม่น้อยกว่า 5 คน แต่ไม่ได้กำหนดขั้นสูงไว้ ซึ่งบริษัทแต่ละบริษัทสามารถกำหนดจำนวนกรรมการไว้ในข้อบังคับของบริษัท อย่างไรก็ตามจำนวนกรรมการของบริษัทไม่ควรมีขนาดที่เล็กจนเกินไปจนทำให้ขาดความหลากหลายในเรื่องของความคิด และไม่ใหญ่เกินไปจนขาดความความคล่องตัว บริษัทควรจะต้องพิจารณาปัจจัยที่สำคัญในหลายๆ ด้านในการกำหนดจำนวนกรรมการ เช่น ขนาดและความซับซ้อนของธุรกิจ ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ ความเสี่ยงในการปฏิบัติตามกฎหมายและในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นหนึ่งในองค์ประกอบที่สำคัญต่อการเติบโตและความสำเร็จของธุรกิจหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) หมายถึง หุ้นที่กำลังจะเข้าตลาด บริษัทที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนเพิ่มเพื่อนำมาขยายกิจการหรือกระจายการถือครองหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปก็สามารถนำหลักทรัพย์ออกมาเสนอขายได้ โดยมีบริษัทหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้ดำเนินการซึ่งจะต้องผ่านการตรวจสอบและได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ การกำหนด

ราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing) หมายถึงความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้า

ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing)

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง บริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้สามารถออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนใน SET ตามขนาดของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และคุณสมบัติอื่นๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดการลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ผู้ลงทุนจะได้เป็นเจ้าของกิจการโดยมีโอกาสได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผลหรือหุ้นปันผล นอกจากนี้ ยังมีโอกาสเพิ่มผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาซื้อขาย

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงความสำคัญของปัญหางานวิจัย วัตถุประสงค์ที่ต้องการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย ขอบเขตของงานวิจัย นิยามศัพท์ ในบทที่ 2 ถัดไป จะกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องรวมทั้งผลงานที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผลงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานของงานวิจัย และกรอบแนวคิดของงานวิจัย

บทที่ 2
แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งงานวิจัยและการทบทวนวรรณกรรม ซึ่งแบ่งหัวข้อดังต่อไปนี้

2.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดราคาแก่สาธารณชนต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underpricing)

2.1.1 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information)

2.1.1.1 ทฤษฎี Adverse selection

2.1.1.2 ทฤษฎี Moral hazard

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

2.1.3 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling)

2.2 ทฤษฎีการอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO

2.2.1 ทฤษฎี Winner's Curse Rock

2.2.2 ทฤษฎี Negative Cascade Welch

2.2.3 ทฤษฎี Book-building

2.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Publice Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.4 แนวคิดช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป

2.5 แนวคิดความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท

2.6 แนวคิดของโครงสร้างผู้ถือหุ้น

2.6.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

2.6.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

2.7 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing)

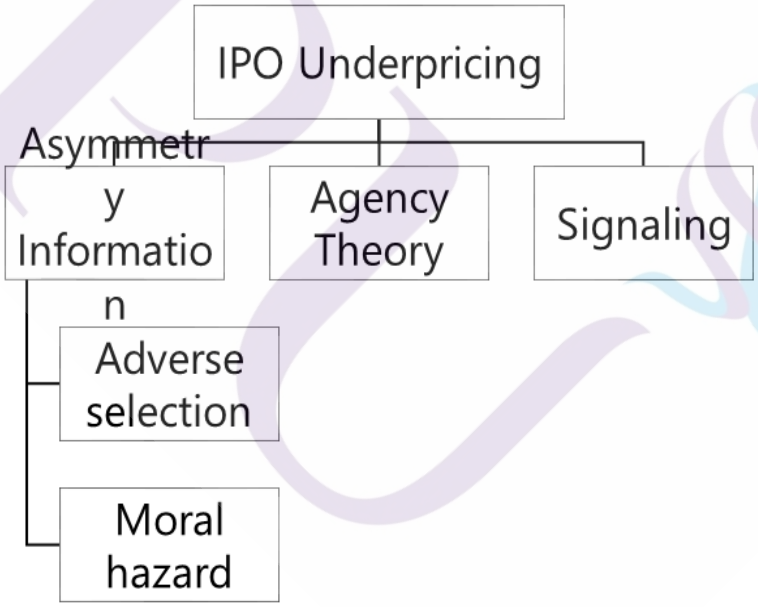
2.8 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO)

2.9 กรอบแนวคิดในงานวิจัย

2.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดราคาแก่สาธารณชนต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underpricing)

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPOในอดีตส่วนมากแสดงผลการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO มีการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน เช่น Rock (1986) , Baron and Holmstrom (1980), Beatty and Ritter (1986), Koh and Walter (1989), Carter et al.(1998), Megginson and Weiss (1991),Welch and Ritter (2002), Ljungqvist (2006), Zhang et al.(2007), Anis(2010), Martani et al.(2012),Welch (1989) Chemmanur (1993)

IPO Underpricing คือ ราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกแก่สาธารณชนมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพื่อดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนในหุ้น IPO ส่งผลให้ผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ดังกล่าวสูง (Allen and Faulhaber, 1989) โดยสาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิด IPO Underpricing นั้นเกิดจากแนวคิดหรือทฤษฎีต่างๆ ดังนี้



ภาพที่ 2.1 แผนภาพแสดงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ IPO Underpricing

2.1.1 ทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) คือ ข้อมูลที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดแต่ละฝ่ายมีนั้นไม่เท่ากัน สามารถแบ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

2.1.1.1 Adverse selection

Adverse selection เป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในรูปแบบที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง มีข้อมูลน้อยกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของคู่สัญญาหรือกล่าวได้ว่า เป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuing Firm) และนักลงทุน ซึ่ง Rock (1986) ได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่ได้รับข้อมูล (Informed Investors) และนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล (Uninformed Investors) โดยนักลงทุนที่ได้รับข้อมูลจะรู้ถึงข้อมูลข่าวสารและมูลค่าที่แท้จริงของผู้ออกหลักทรัพย์ ส่งผลให้นักลงทุนเลือกลงทุนในหุ้นที่มีแนวโน้มของราคาสูงขึ้นในอนาคต นักลงทุนประเภทนี้จึงเลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) และไม่เลือกลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpriced) ส่งผลให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ลงทุนในหุ้นที่มีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในสัดส่วนที่มากกว่านักลงทุนที่ได้รับข้อมูล เนื่องจากไม่มีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทที่เลือกลงทุน

ดังนั้นการกำหนดราคาหุ้น IPO ให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงเปรียบเสมือนส่วนชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ซึ่งต่อมา Koh and Walter (1989) ได้อธิบายเพิ่มเติมจาก Rock (1986) ว่าการกำหนดราคาหุ้น IPO จำเป็นต้องต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เนื่องจากถ้านักลงทุนที่ได้รับข้อมูลมีความต้องการลงทุนในหุ้นที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากกว่านักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูล ส่งผลให้จำนวนหุ้นที่นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลสามารถลงทุนได้นั้น มีสัดส่วนที่น้อยลง จึงทำให้นักลงทุนที่ไม่ได้รับข้อมูลเสียเปรียบ เนื่องด้วยไม่ได้รับผลตอบแทนสูงหรือเกิดผลขาดทุน ทำให้นักลงทุนประเภทนี้ไม่อยากลงทุนจนกระทั่งยุติการลงทุนแล้วออกจากตลาด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้น IPO

2.1.1.2 Moral hazard

Moral hazard เป็นปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นกับทั้ง 2 ฝ่าย แม้ว่าทั้ง 2 ฝ่ายจะมีข้อมูลครบถ้วน แต่ผลลัพธ์หรือผลตอบแทนขึ้นอยู่กับการกระทำของคู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง ที่อีกฝ่ายไม่สามารถตรวจสอบได้ หรือกล่าวได้ว่า เป็นความไม่มูลค่าที่แท้จริง ส่งผลให้การกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

แต่อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากเกินไป จึงเกิดการทำสัญญาระหว่างผู้ออกหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยกำหนดเงื่อนไขบางประการ ซึ่งจากงานวิจัยของ Beatty and Ritter (1986) ชี้ให้เห็น

ว่า การกำหนดราคาหุ้น IPO ที่ไม่เหมาะสม จะส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จึงทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตระหนักได้ถึงความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตหากมีการกำหนดราคาหุ้น IPO ไม่เหมาะสม

หากผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทของตนมากกว่านักลงทุนภายนอก นักลงทุนจะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เมื่อนักลงทุนไม่สามารถแยกแยะบริษัทที่ดีออกจากบริษัทที่ไม่ดีได้ นักลงทุน จะให้ราคาเฉลี่ยกับการประเมินหุ้น IPO ของบริษัท เช่น หากอัตราคิดลด (Discount Rate) ของบริษัทที่ดีควรมี ค่าเฉลี่ย 5 % ในขณะที่อัตราคิดลดของบริษัทที่ไม่ดีควรมีค่าเฉลี่ย 10 % เมื่อนักลงทุนไม่สามารถแยกบริษัทที่ดี ออกจากบริษัทที่ไม่ดีได้เขาจะให้ราคาเฉลี่ยกับบริษัทที่ออกหุ้น IPO โดยใช้อัตราคิดลดที่ประมาณ 7.5 % จะเห็นได้ว่าราคาที่นักลงทุนให้นั้นจะต่ำเกินไปสำหรับบริษัทที่ดีและแพงเกินไปสำหรับบริษัทที่ไม่ดี ดังนั้น จึงมีเพียงบริษัทที่ไม่ดีเท่านั้นที่จะระดมทุน วิธีที่จะช่วยให้บริษัทที่ดีสามารถแยกตัวเองออกจากบริษัทที่ไม่ดีคือ การเจตนา ขายหุ้น IPO ของตนในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่ไม่ดีลอกเลียนแบบ จากตัวอย่างเดิมนั้น บริษัทที่ดีอาจจะใช้อัตราลดที่มากกว่า 10% เพื่อประเมินมูลค่าหุ้น IPO ของตน โดยบริษัทที่ดีเหล่านี้หวังว่าจะสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์เพื่อชดเชยการขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นได้ภายหลังจากที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดแล้ว ในขณะที่บริษัทที่ไม่ดีจะไม่สามารถขายหุ้นในอัตราคิดลดเดียวกันนี้ได้ เพราะบริษัทเหล่านี้จะไม่สามารถระดมทุนเพิ่มหลังจากหุ้นของบริษัทได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว เนื่องจากนักลงทุนได้ทราบถึงคุณภาพที่แท้จริงของบริษัท นักลงทุนจะหลีกเลี่ยงการซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเหล่านี้หรือหากจะลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง

Welch (1989) เสนอว่าบริษัทที่ดีสามารถออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนได้อีกในภายหลังจากที่หุ้นของบริษัท ได้เริ่มทำการซื้อขายแล้ว Allen and Faulhaber (1989) เสนอว่าราคาหุ้นของบริษัทจะปรับเพิ่มสูงขึ้นเมื่อมี การส่งสัญญาณถึงคุณภาพที่ดีของบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง

Chemmanur (1993) กล่าวว่าการจงใจขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจะดึงดูดให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สนใจในกิจการมากขึ้น ทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง อันทำให้สามารถออกหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่เหมาะสมได้ในภายหลัง

นอกจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ที่เป็นเหตุผลหนึ่งของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO งานวิจัยในอดีตที่ถูกอ้างถึงอย่างมากโดย Rock (1986) กล่าวว่าเหตุผลของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจาก นักลงทุน ซึ่งได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2

ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ซึ่งในตลาดหลักทรัพย์ IPO มีนักลงทุนอยู่ทั้งสองประเภท โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง (หุ้นดี)ไปก่อนแล้วเหลือแต่หุ้นราคาแพง (หุ้นไม่ดี)ให้กับนักลงทุนไม่มีข้อมูล ดังนั้น Rock จึงชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO ของพวกเขาเพื่อดึงดูดนักลงทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้วอาจทำให้ผลตอบแทนที่จะได้รับจัดสรรหุ้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ดังนั้น ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท ซึ่ง Beatty and Ritter (1986), Koh and Walter (1989) และ Anis(2010) เห็นด้วยกับแนวคิดของ Rock (1986)

แต่ในทางกลับกันนั้น Welch and Ritter (2002) กล่าวว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกที่สำคัญอย่างหนึ่งในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Megginson and Weiss (1991) และ Zhang et al.(2007) ที่แสดงว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน เนื่องจากผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้น โดยนักลงทุนอาจจะคิดว่าการที่บริษัทที่ใช้การบริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพหรือมีชื่อเสียงที่เป็นการยอมรับในวงกว้าง ก็แสดงว่าบริษัทนั้นมีข้อมูลที่ดีถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือได้ ที่สามารถสะท้อนให้เห็นได้ถึงการบริหารงานและผลการดำเนินงานอนาคตของบริษัทนอกเหนือจากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น เช่น Martani et al.(2012) ระบุว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing) เกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายใน ราคา IPO จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานดังนั้น ทฤษฎีการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อช่วยให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถหาวิธีการในการลดปัญหาการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่จะสื่อสารสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่นัก

ลงทุนจะได้รับในอนาคตและช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจในการลงทุนเข้ามามีส่วนร่วมในการซื้อขายหลักทรัพย์ IPO โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความเกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ ความขัดแย้งในการตัดสินใจระหว่างตัวการ (Principal) กับ ตัวแทน (Agent) โดย Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวไว้ว่าเนื่องจากทั้งสองฝ่ายมีแรงจูงใจต่างกัน ส่งผลต่อการตัดสินใจที่แตกต่างกัน อีกทั้งผู้เป็นเจ้าของไม่สามารถควบคุมตัวแทนให้ใช้อำนาจการตัดสินใจได้อย่างเหมาะสม ผู้เป็นเจ้าของจึงต้องมีผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทนเพื่อที่จะลดความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์จากการตัดสินใจทั้งจากผู้เป็นเจ้าของและตัวแทน (ณัฐจิรา คณานุรักษ์, 2554) ซึ่งเปรียบเสมือนกับเป็น ผู้ออกหลักทรัพย์ (ผู้เป็นเจ้าของ) และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (ตัวแทน)

ทฤษฎีนี้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล2 ฝ่าย คือ ตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent)การแบ่งแยกระหว่างผู้ที่เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และผู้ที่บริหารกิจการนั้นเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของกิจการที่เป็นผู้ถือหุ้น ไม่สามารถมาอยู่ร่วมกันเพื่อตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานรายวันต่างๆ ของกิจการได้ทำให้กิจการจำเป็นต้องมีผู้บริหารเพื่อเขามาทำหน้าที่แทน ซึ่งตราบใดที่ตัวแทนบริหารงานสอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่เจ้าของซึ่งเป็นตัวการแล้วความสัมพันธ์ของทั้ง2 ฝ่ายก็จะยังคงราบรื่นแต่หากวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนไม่สอดคลองกันแล้ว ก็จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น (Agency Problem) ในบรรดาของลูกจ้างทั้งหมดของกิจการผู้ที่มีโอกาสที่จะฉกฉวยผลประโยชน์มากที่สุดก็คือผู้บริหารระดับสูงซึ่งสืบเนื่องมาก็จากการมีอำนาจในการบริหารกิจการ และปัญหานั้นเกิดขึ้นเนื่องจากหลายๆสาเหตุ ยกตัวอย่างเช่น ผู้บริหารดำเนินการในลักษณะที่เอื้อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interests) ปัญหาซึ่งเป็นผลมาจากการรับรู้ข่าวสารไม่เท่าเทียมกันหรือไม่สมบูรณ์ระหว่างฝ่ายจัดการของบริษัทและผู้ถือหุ้นหรือนักลงทน (Asymmetric Information หรือ Imperfect Information) เป็นต้น

ปัญหาของตัวแทนสามารถแยกประเภทได้ ดังนี้ Mc Colgan (2001) คือ ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นจากจุดมุ่งหมายในการทำงานที่ต่างกันระหว่างผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) ซึ่งมีจุดมุ่งหมายคือผลประโยชน์ของบริษัทในเรื่องของผลกำไรและการเจริญเติบโตของบริษัทตามที่บริษัทพึ่งจะมีและในส่วนของ ตัวแทน (ผู้บริหาร) มีจุดมุ่งหมายคือ ผลประโยชน์ของตนเอง เช่น ค่าตอบแทนสูงสุด หากได้รับผลตอบแทนที่ไม่สามารถจูงใจตัวแทนได้อย่างเหมาะสม ผู้บริหารอาจไม่ทุ่มเทใน

การบริหารกิจการอย่างเต็มที่และอาจจะใช้เงินจำนวนมากเพื่อประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น ทั้งนี้ปัญหาของตัวแทนสามารถแยกประเภทได้ McColgan (2001) ดังต่อไปนี้

ประเภทที่ 1 สามารถอธิบายได้ว่า Moral Hazard คือ ปัญหาที่เกิดจากการที่ผู้บริหารบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชนของตนเองเป็นหลัก

ประเภทที่ 2 สามารถอธิบายได้ว่า Earnings Retention คือ ปัญหาที่มีความเกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการที่มีการวัดโดยกำไรสะสมของบริษัทซึ่งผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสมโดยการใช้นโยบาย โครงสร้างเงินที่เป็นแหล่งลงเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (เจ้าหนี้) เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอกซึ่งการใช้โครงสร้างเงินทุนดังกล่าวนั้นทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปเงินปันผลลดลง

ประเภทที่ 3 สามารถอธิบายได้ว่า Time Horizon คือ ปัญหาที่เกิดจากระยะเวลา โดยผู้บริหารจะคำนึงถึงเพียงระยะเวลา ในช่วงที่ตนได้บริหารงานอยู่ภายใต้บริษัทเท่านั้น จึงทำให้ผู้บริหารมักจะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาวแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า

ประเภทที่ 4 สามารถอธิบายได้ว่า Risk aversion คือ ปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งในพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งเกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่ กับผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารจะได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือนเท่านั้น โดยเงินเดือนจะเป็นจำนวนคงที่ ดังนั้น ผู้บริหารย่อมเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่อเนื่องจากผู้บริหารจะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้นๆ แม้ว่าโครงการ ดังกล่าวจะประสบความสำเร็จและให้ผลตอบแทนสูง แต่ในขณะเดียวกันหากมีการ บริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่

ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะใช้ป้องกันและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน รวมทั้งถือเป็นกลไกควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารของบริษัทให้นำไปสู่ความมีประสิทธิภาพสูงสุด โดย จารุพรรณ อินทรรุ่ง (2550) ได้กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุน เนื่องจากกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทย่อมมีการปฏิบัติหน้าที่อย่างสุจริต ส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้น ฐานะการเงินของบริษัทจึงมั่นคงสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้มีผู้สนใจมาลงทุนเพิ่มขึ้นและในที่สุดราคาหุ้นของบริษัทย่อมเพิ่มขึ้นตามไปด้วยนอกจากนี้ การศึกษาของ Sulistyanto (2003) สามารถแสดงให้เห็นว่า ข้อบ่งชี้ในทิศทางเดียวกันของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะที่มีผลต่อความเชื่อมั่นและเชื่อถือของประชาชน เนื่องจากบริษัทที่มีการบริหารอย่างมืออาชีพ สามารถเพิ่มผลประโยชน์ให้กับเจ้าของและผู้ถือหุ้น โดยไม่ละเลยผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง และเพิ่มเติมว่า การกำกับดูแล

กิจการของผู้บริหารของบริษัทเป็นโครงสร้างที่บริษัทสำหรับลดต้นทุน โดยใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้เกิดประสิทธิภาพ และมีพนักงานที่มีเสถียรภาพเพื่อลดต้นทุนของตัวแทน แนวคิดของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะต้องมีการพิจารณา 2 ประการ คือ ความสำคัญของผู้ถือหุ้นในการมีสิทธิที่จะเข้าถึงข้อมูลที่ถูกต้องและรวดเร็ว และความรับผิดชอบของบริษัทที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูลที่แม่นยำทันเวลา โปร่งใส อันเกี่ยวกับประสิทธิภาพประสิทธิผลการถือหุ้น และผู้มีส่วนเกี่ยวข้องจึงสามารถเพิ่มความคาดการณ์ในทิศทางเดียวกันของสาธารณชนที่มีต่อบริษัท

ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่ออธิบายถึงการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ ซึ่งปัญหาตัวแทนอาจส่งผลกระทบต่อความสำเร็จของเป้าหมายของบริษัท จึงต้องมีการกำกับควบคุมดูแลกิจการที่ดีความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหารของบริษัท ประธานของบริษัท พนักงาน ธนาคารเจ้าของทุน รัฐบาลตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท โดยที่ Barnhart and Rosenstein (1998) กล่าวว่ากลไกของการกำกับดูแลที่ดีรวมไปถึงกลไกภายใน เช่น โครงสร้างของคณะกรรมการผู้บริหาร การถือครองหุ้นของผู้บริหาร การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้พวกเขาเชื่อว่าจะได้ผลตอบแทนจากการลงทุน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยสร้างสภาพแวดล้อมที่น่าดึงดูดสำหรับการเจริญเติบโตที่มีประสิทธิภาพและยั่งยืนโดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.1.3 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ เป็นทฤษฎีที่นักลงทุนใช้ในการศึกษาถึงพฤติกรรมของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนซึ่งเป็นทฤษฎีที่ใช้ในแก้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้มีศักยภาพเป็นผู้ลงทุนใหม่ บริษัทจะมีการส่งสัญญาณบางอย่างให้กับนักลงทุนทราบว่าพวกเขาเป็นบริษัทที่มีคุณภาพที่ดีเลิศ Leland et al.(1977) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีคุณภาพสูงจำเป็นต้องส่งสัญญาณคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุนโดย Spence (1973) กล่าวว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณจะต้องเป็นสัญญาณที่น่าเชื่อถือสามารถสังเกตได้ คาดการณ์ได้ล่วงหน้าเช่นเดียวกับ Akerlof (1970) พบว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความแตกต่างกันในเรื่องของข้อมูลไม่สมดุลกันทฤษฎีการส่งสัญญาณจะมีข้อบ่งชี้บางประการที่จะให้สัญญาณต่อนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถของ

บริษัทในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (พิมพิศา พรหมมา, 2560) นอกจากนี้มีผู้ศึกษาผลการวิจัยของทฤษฎีการส่งสัญญาณ ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 สรุปผลการวิจัยของทฤษฎีการส่งสัญญาณ

Author	**Result**
Allen and Faulhaber	Agreed
Grinblatt and Hwang (1989)	Agreed
Welch (1989)	Agreed
Zheng and Stangeland (2007)	Agreed
Garfinkel (1993)	Not Agreed
Roni and Wayne (1994)	Not Agreed
Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991)	Not Agreed

เนื่องจากเกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) ส่งผลให้นักลงทุนไม่ทราบถึงคุณภาพของบริษัท บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนจึงส่งสัญญาณ (Signal) ให้แก่นักลงทุนผ่านการ IPO Underpricing (ณัฐจิรา คณานุรักษ์, 2554) จากงานวิจัยของ Allen and Faulhaber (1989) ได้ศึกษาและสร้างแบบจำลองทฤษฎีการส่งสัญญาณของบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน ด้วยราคาหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Underpriced) โดยตั้งสมมติฐานว่า ผู้ออกหลักทรัพย์มีข้อมูลของบริษัทตนเองเกี่ยวกับความสามารถและโอกาสในการเติบโตในอนาคตมากกว่านักลงทุน นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเท่าเทียมกันของข้อมูลและไม่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน จะไม่มีการกำหนดราคาหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เนื่องจากไม่มีความจำเป็นในการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุนซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Grinblatt and Hwang (1989) ที่พบว่าระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพของบริษัท กล่าวคือ ราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (Offer Price) สะท้อนถึงการส่งสัญญาณดังกล่าวจากผู้ออกหลักทรัพย์สู่นักลงทุน อีกทั้ง Welch (1989)

ได้เสนอแนวคิดว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (low Quality Firms) ส่งผลให้นักลงทุนไม่เลือกลงทุนนั้น จะมีพฤติกรรมเลียนแบบบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณ (Signal) ให้แก่นักลงทุน

จากการ IPO Underpricing แต่เนื่องจากการเลียนแบบของบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ ต้องมีต้นทุนหรือค่าใช้จ่าย ท่าให้บริษัทที่มีคุณภาพต่ำนี้ ไม่สามารถกำหนดราคาหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงได้มากเท่ากับบริษัทที่มีคุณภาพสูง สรุปได้ว่า นักลงทุนสามารถรับรู้ได้ว่า IPO Underpricing เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพของบริษัท นอกจากนี้งานวิจัยของ Zheng and Stangeland (2007) ศึกษาการส่งสัญญาณ โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัทเนื่องจากการที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก ส่วนคุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Income before extraordinary items) ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แต่อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยบางชิ้นแสดงให้เห็นว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ไม่สอดคล้องกับการ IPO Underpricing ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Garfinkel (1993) ที่ศึกษาเรื่องเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลภายใน (Insider Trading) ในการซื้อขายหุ้น โดยผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการทำ IPO Underpricing สูง ไม่ได้มีผลตอบแทนวันแรกจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPO) สูง ทั้งที่มีการรับรู้ข้อมูลภายใน ซึ่งเปรียบเสมือนกับการได้รับสัญญาณ (Signal) จากบริษัทถึงคุณภาพของบริษัท จึงหมายความว่า IPO Underpricing ไม่มีความสัมพันธ์กับทฤษฎีการส่งสัญญาณ ประกอบกับ Roni and Wayne (1994) ชี้ให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราการจ่ายเงินปันผลภายหลังจากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น มีแนวโน้มลดลง ซึ่งแสดงว่า IPO Underpricing ไม่ได้เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพบริษัท สอดคล้องกับผลการศึกษางานวิจัยของ Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการส่งสัญญาณกับการ IPO Underpricing นั้นไม่ชัดเจน เนื่องจากผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) หรือผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return) สูง แต่ผลตอบแทนภายหลังนั้นกลับลดลง จึงเป็นการบ่งชี้ว่าผลตอบแทนเริ่มแรกไม่สามารถนำมาใช้เพื่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตภายหลังที่บริษัทเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนได้

ดังนั้น ทฤษฎีการส่งสัญญาณได้ถูกนำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อจะแสดงถึงด้านคุณภาพและประสิทธิภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในมุมมองของนักลงทุน ทั้งนี้

จะเห็นได้ว่ามีงานวิจัยต่างๆ เชื่อว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณเปรียบเสมือนเป็นการสื่อสารอย่างหนึ่งถ้ามีการสื่อสารที่ดีมีความน่าเชื่อถือสามารถอธิบายถึงข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และเมื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะช่วยลดการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนได้ แนวคิดพื้นฐานของการศึกษานี้ สามารถแสดงได้ว่าเมื่อบริษัททำการเสนอขายหลักทรัพย์IPO หากนักลงทุนไม่มีข้อมูลจากแหล่งอื่นของบริษัทนักลงทุนจะทำการประเมินหลักทรัพย์ IPO จากขนาดของสินทรัพย์ กำไรสุทธิของบริษัทและกระแสเงินสด จากหนังสือชี้ชวนที่ออกโดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ ที่มาของรายได้ มุมมองทางเศรษฐกิจ และการวางแผนการลงทุน ซึ่งบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการกำหนดกลยุทธ์และแสดงข้อมูลเพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพและความน่าเชื่อถือเกี่ยวกับข้อมูลภายในของบริษัทให้แก่นักลงทุนเพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน Akerlof (1970) โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.2 ทฤษฎีการอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO

ทฤษฎีที่นำมาใช้ในการอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO หรือผลตอบแทนวันแรกนี้ มีความแตกต่างจากทฤษฎีหรือแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น Capital Asset Pricing Model (CAPM) เนื่องจากประเด็นสำคัญคือ การลงทุนในหุ้น IPO เป็นการลงทุนในหุ้นที่เสนอขายครั้งแรก มิใช่หุ้นที่มีการซื้อขายเป็นปกติในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นแนวคิดของทฤษฎีน่าจะเกี่ยวข้องกับการตั้งราคาเสนอขายของหุ้น IPO ดังนั้น แบบจำลองดังเช่น CAPM จึงไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติได้เมื่อกล่าวถึงผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของการลงทุนในหุ้น IPO จากการศึกษาของ Welch and Ritter (2002) พบว่าผลตอบแทนจากการจองซื้อหุ้น IPO ในสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ.1980 - 2001 มีค่าเฉลี่ยสูงถึง 18.8% ในขณะที่ในช่วงเวลาเดียวกันตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเพียง 0.05% ต่อวันเท่านั้นซึ่งถ้านักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงมากเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น IPO เหตุใดนักลงทุนที่ซื้อหุ้นเหล่านี้ในวันแรกที่เริ่มทำการซื้อขายจึงไม่ต้องการการชดเชยความเสี่ยงเท่ากับนักลงทุนที่ตัดสินใจจองซื้อในเวลาไม่กี่วันก่อนหน้า จึงไม่น่าเป็นไปได้ที่ความเสี่ยงที่นักลงทุนเผชิญในช่วงระหว่างวันจองซื้อกับวันเริ่มทำการซื้อขายหุ้นวันแรกนั้นจะหมดสิ้นไปในวันทำการซื้อขายวันแรก ดังนั้น จึงเป็นการเน้นว่าทฤษฎีที่นำมาใช้อธิบายถึงผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO นั้น น่าจะเกี่ยวข้องกับการตั้งราคาเสนอขายของหุ้น IPO มากกว่าทฤษฎีที่จะอธิบายในบทความนี้เป็นทฤษฎี

เกี่ยวกับราคาเสนอขายหุ้น IPO ที่มีสมมติฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หรือฝ่ายที่เกี่ยวข้องได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่ากัน การอธิบายจะแยกเป็น 3 ทฤษฎีย่อย คือ (กัลยานี ภาคอัต, 2559)

1) ทฤษฎี Winner's Curse

2) ทฤษฎี Negative Cascade และ

3) ทฤษฎีการทำ Book building อธิบายได้ดังนี้

2.2.1 ทฤษฎี Winner's Curse Rock

ได้พัฒนาทฤษฎีนี้ภายใต้สมมติฐานที่ว่านักลงทุนภายนอกมีข้อมูลเกี่ยวกับสภาวะของตลาดหลักทรัพย์มากกว่ากิจการ หรือนั่นคือ เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยในกรณีนี้นักลงทุนมีข้อมูลมากกว่าผู้บริหารบริษัท ในรายละเอียดของทฤษฎี Winner's Curse นี้ Rock ได้สมมติให้นักลงทุนแต่ละกลุ่มมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน นักลงทุนกลุ่มแรกเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO (Informed Investors) นักลงทุนกลุ่มที่สองเป็นนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO (Uninformed Investors) ในทฤษฎีนี้ หุ้น IPO ที่มีราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะดึงดูดนักลงทุนทั้งที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล ในขณะที่หุ้น IPO ที่มีราคาจองสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะดึงดูดเฉพาะกลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลดังนั้นนักลงทุนจึงมีโอกาสในการที่จะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ที่มีราคาจองสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากกว่าหุ้น IPO ที่มีราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทั้งนี้ เพราะหุ้น IPO ที่มีราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะมีจำนวนผู้จองมากกว่าหุ้น IPO ที่มีราคาจองสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น ในทางปฏิบัตินักลงทุนจะไม่ได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติของหุ้น IPO เพราะนักลงทุนจะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO เต็มจำนวนก็ต่อเมื่อหุ้นนั้นมีราคาจองที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น เมื่อคำนึงถึงความน่าจะเป็นที่จะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO แล้ว การตั้งราคาขายหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่จะต้องมีเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลข่าวสารสนใจเข้าจองซื้อหุ้น IPO ทฤษฎีนี้พยากรณ์ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนของหุ้น IPO จะไม่ต่างจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร

2.2.2 ทฤษฎี Negative Cascade Welch

ได้พัฒนาทฤษฎีนี้โดยมีสมมติฐานใกล้เคียงกับทฤษฎี Winner's Curse ของ Rock (1986) คือสมมติให้นักลงทุนโดยรวมมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO มากกว่าผู้บริหารของบริษัท โดยทฤษฎี Negative Cascade เสนอว่านักลงทุนในตลาดจะมีพฤติกรรมลอกเลียนพฤติกรรมของนักลงทุนคนอื่นในตลาด กล่าวคือ หากหุ้น IPO ที่เสนอขายนั้นได้รับความนิยมมีผู้จองเป็นจำนวนมากนักลงทุนรายอื่นๆ ก็พร้อมที่จะละทิ้งข้อมูลที่ตนมีเกี่ยวกับหุ้นนั้นๆ โดยจะเข้าไปจองตาม

ผู้อื่นด้วยทฤษฎีนี้จึงพยากรณ์ว่าการตั้งราคาขายของหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นเป็นสิ่งจำเป็น เพราะหากตั้งราคาจองสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นนักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวมูลค่าที่แท้จริงก็จะไม่จองและนักลงทุนรายอื่นในตลาดเมื่อสังเกตได้ว่าหุ้น IPO นี้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนก็จะไม่จองและสุดท้ายหุ้น IPO นี้ก็จะไม่สามารถขายได้ในขณะที่บริษัทที่ตั้งราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น หุ้นของบริษัทก็จะได้รับความสนใจจากนักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสาร เมื่อนักลงทุนรายอื่นสังเกตได้ว่าหุ้นนี้ได้รับความสนใจจากนักลงทุนรายอื่นในตลาดก็จะเข้าจองซื้อหุ้นด้วยท้ายที่สุดหุ้น IPO นี้จะมีผู้สนใจจองซื้อมากกว่าจำนวนหุ้นที่มีขาย ทฤษฎี Negative Cascade พยากรณ์ว่าหุ้น IPO นั้นถ้าไม่ได้รับความสนใจอย่างมากจากนักลงทุนโดยมีจำนวนผู้จองซื้อมากกว่าจำนวนหุ้นที่มีจำหน่ายเป็นอย่างมากก็จะล้มเหลวโดยสิ้นเชิง นั่นคือ มีจำนวนผู้จองหุ้นน้อยกว่าจำนวนหุ้นที่มีจำหน่ายอย่างมาก จะเห็นได้ว่าหุ้น IPO ที่มีจำนวนหุ้นที่ผู้จองซื้อใกล้เคียงกับจำนวนหุ้นที่จำหน่ายนั้นเป็นไปไม่ได้ภายใต้ทฤษฎีนี้

2.2.3 ทฤษฎี Book-building

ได้พัฒนาทฤษฎีที่นำเสนอการทำ Book-building เพื่อลดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO งานวิจัยของ Jay. R Ritter (1991) และ Boyan and Balazs (2007)ที่วาณิชธนกิจมักเชิญนักลงทุนรายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อดูความต้องการของตลาด หรือที่เรียกว่า Book-building ซึ่งจะทำให้ได้ข้อมูลเชิงลึกและเปิดเผยมากกว่าทั้งในแง่ของราคาที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสมและปริมาณหุ้นออกใหม่ที่นักลงทุนต้องการ การเริ่มต้นพิจารณาจากการเสนอราคาต่ำไว้ก่อน ทำให้ได้รับความร่วมมือจากนักลงทุนลูกค้าประจำมาเข้าร่วมให้ข้อมูลมากขึ้น แม้ว่าในกรณีที่พิจารณาแล้วราคาที่เสนอตอนเริ่มต้นหาความคิดเห็นจะต่ำไปจะมีการปรับเพิ่มราคาขึ้นได้ และหากราคาแพงไปก็ปรับราคาลงได้ แต่การเริ่มต้นจากราคาต่ำก็มักทำให้ราคาจองตั้งออกมาค่อนข้างต่ำ

การทำ Book-buildingนั้น จะเริ่มต้นด้วยการที่ผู้ประกันการจำหน่าย (Underwriter) พร้อมด้วยผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทำการส่งเสริมการขาย (Road Show) หุ้น IPO ของกิจการให้แก่นักลงทุนที่มีแนวโน้มสนใจจองซื้อหุ้นของบริษัท ในช่วงของการส่งเสริมการขายนี้ทางผู้ประกันการจำหน่ายจะตั้งช่วงราคาที่ควรจะเป็นของหุ้น IPO และทำการสอบถามถึงจำนวนหุ้นที่นักลงทุนสนใจจะซื้อในแต่ละช่วงระดับราคา เมื่อผู้ประกันการจำหน่ายและผู้บริหารของกิจการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับอุปสงค์ของตลาดที่จะมีต่อหุ้นของตนแล้ว ก็จะนำไปสู่การตั้งราคาจองเพื่อจัดจำหน่ายให้แก่นักลงทุนต่อไป

โดยการตั้งราคาจองต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้นเป็นสิ่งจำเป็นภายใต้ทฤษฎีนี้ เพื่อเป็นสิ่งตอบแทนให้กับนักลงทุนในการที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและความต้องการหุ้น IPO ในแต่ละระดับราคา เพราะหากนักลงทุนเปิดเผยจำนวนและราคาหุ้น IPO ที่ตนต้องการซื้อแล้วผู้ประกันการจำหน่ายทบทวน และตั้งราคาสูงสุดตามที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้น นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลก็จะไม่ได้อะไรเป็นผลตอบแทนก็จะนำไปสู่การไม่ให้ความร่วมมือในการให้ข้อมูลโดยอาจไม่เข้าร่วมหรือให้ข้อมูลที่เป็นเท็จ

จากข้างต้นได้อธิบายถึงทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายถึงราคาเสนอขายของหุ้น IPO ซึ่งส่วนใหญ่จะต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของการลงทุนในหุ้น IPO ทฤษฎีดังกล่าวล้วนมีสมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับนักลงทุนภายนอก หรือแม้กระทั่งนักลงทุนภายนอกด้วยกันเองที่มีทั้งนักลงทุนรายใหญ่ที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO และนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO เมื่อเป็นดังนี้ทฤษฎีเหล่านี้น่าจะเหมาะสมกับการนำมาอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO ของประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย เพราะนักลงทุนกลุ่มที่ใหญ่ที่สุดในประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่นั้นเป็นนักลงทุนรายย่อยซึ่งมีแนวโน้มจะก่อให้เกิดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันมากที่สุด นอกจากนี้มาตรฐานการกำกับดูแลตลอดจนความโปร่งใสของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนานั้นอาจยังไม่ครอบคลุมครบทุกด้านดังจะเห็นได้จากข่าวเกี่ยวกับการปั่นหุ้น และการจงใจเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จหรือปิดบังข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับฐานะการเงินของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีออกมาอย่างแพร่หลาย ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ล้วนแล้วแต่มีผลให้ปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในประเทศกำลังพัฒนานั้นมีมากขึ้น

จากงานวิจัยซึ่งรวบรวมข้อมูลในหลายประเทศพบว่า การลงทุนซื้อหุ้นไอพีโอมาขายในวันแรกที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงอย่างผิดปกติดังตารางที่ 2.2 รวบรวมอัตราผลตอบแทนของหุ้นไอพีโอที่มาจาก 32 ประเทศที่จัดทำโดยนักวิจัยต่างๆ จำนวนมาก ผลการศึกษาล้วนสนับสนุนว่าการลงทุนดังกล่าวให้อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติจริง ทั้งนี้การศึกษาในประเทศซาอุดิอาระเบียพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วหุ้นไอพีโอจำนวน 76 หุ้นที่ทำการศึกษาในช่วง ค.ศ. 2003 ถึง ค.ศ. 2010 ให้ผลตอบแทนถึง 264.50% ส่วนประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นไอพีโอต่ำสุดคือประเทศอาร์เจนติน่าโดยมีค่าเฉลี่ยวัดจากหุ้นไอพีโอจำนวน 20 หุ้น ระหว่างปีค.ศ.1991 ถึง ค.ศ.1994 ที่ 4.4% ส่วนประเทศไทยผลการศึกษาจากหุ้นไอพีโอทั้งหมด 459 หุ้น พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนเพื่อขายในวันที่หุ้นเข้าตลาดวันแรกในช่วงระหว่างปีค.ศ.1987 ถึง ค.ศ.2007 เท่ากับ 36.6% (จิโรจน์ บูรณศิริ , 2557)

ตารางที่ 2.2 หลักฐานเกี่ยวกับปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนสูงผิดปกติของหุ้นไอพีโอ

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้นไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย
ทวีปเอเชีย				
จีน	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.40%
ฮ่องกง	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist &Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.40%
อินเดีย	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.50%
อินโดนิเซีย	Suherman	441	1990-2013	25.00%
ญี่ปุ่น	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner &Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,136	1970-2011	40.20%
จอร์แดน	Al-Ali and Braik	53	1999-2008	149.00%
เกาหลีใต้	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.60%
มาเลเซีย	มาเลเซีย Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
ซาอุดิอาระเบีย	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.50%
สิงค์โปร์	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.10 %
ศรีลังกา	Samarakoon	105	1987-2008	33.50%

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้นไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย
ไทย	Wethyavivorn & Koosmith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.60%
ทวีปออสเตรเลีย				
ออสเตรเลีย	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.80%
นิวซีแลนด์	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.30%
ทวีปอเมริกาเหนือ				
แคนนา	Jog & Riding;Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.70%
สหรัฐอเมริกา	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,496	1960-2013	16.90%
ทวีปอเมริกาใต้				
อาร์เจนติน่า	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
บราซิล	Aggarwal,Leal & Hernandez; Saito;Ushisima	275	1979-2011	33.10%
ทวีปแอฟริกา				
โมรอคโค	Alami Talbi	19	2004-2007	47.20%
แอฟริกาใต้	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam &Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.00%

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้นไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย
ทวีปยุโรป				
กรีก	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.80%
ออสเตรีย	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.30%
บัลแกเรีย	Nikolov	9	2004-2007	36.50%
ไซปรัส	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides; Chandriotis	73	1997-2011	20.30%
เดนมาร์ก	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.40%
ฝรั่งเศส	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.50%
เยอรมันนี	Ljungqvist; Rocholl: Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.20%
อิตาลี	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.40%
โปแลนด์	Jelic & Briston; Woloszyn	309	1991-2012	13.30%
สวีเดน	Rydqvist; Schuster; de Ridder	374	1980-2011	27.20%
สวิตเซอร์แลนด์	Kunz,Drobetz, Kammer- mann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.00%
ตุรกี	Kiymaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.30%
สหราชอาณาจักร	Dimson; Vismara; Levis	4,932	1959-2012	16.00%

ที่มา: ปรับปรุงจาก Loughran, Ritter, Rydqvist (2014) Initial Public Offerings: International Insights

ดังที่กล่าวมาข้างต้น ทฤษฎีเหล่านี้นั้น สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการอธิบายวัฏจักรของการทำ IPO จะเห็นได้ว่าช่วงภาวะเศรษฐกิจกำลังจะขยายตัว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูงและมีปริมาณการซื้อขายมากจึงเป็นผลให้มีจำนวนบริษัทยื่นขอเสนอขายหุ้น IPO เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้นดังเช่นในปี พ.ศ.2555- พ.ศ. 2557 มีจำนวนหุ้น IPO เพิ่มขึ้นจาก 18 บริษัท เป็น 36 บริษัท ในทางกลับกันเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะชะลอตัว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์น้อยจะมีบริษัทจำนวนไม่มากที่ตัดสินใจทำ IPO เช่น ในปี พ.ศ.2541 และ พ.ศ.2542 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤติการณ์การเงินมีจำนวนหุ้น IPO เพียง 1 และ 0 บริษัทตามลำดับ คำอธิบายที่เป็นไปได้ของวัฏจักรดังกล่าวคือ ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไม่ดี ความไม่แน่ใจเกี่ยวกับอนาคตของกิจการจะสูงกว่าช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดี อันทำให้ปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันเพิ่มมากขึ้นจนถึงระดับที่ขัดขวางการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ทำการศึกษาถึงทฤษฎีเหล่านี้มักใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า การศึกษาถึงทฤษฎีเหล่านี้โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยน่าจะเป็นประโยชน์อย่างมาก เพราะเป็นการเพิ่มเติมผลการศึกษาในตลาดใหม่ซึ่งยังไม่มีผู้ได้ศึกษามากนัก ตลอดจนประเทศไทยซึ่งนับเป็นหนึ่งในประเทศกำลังพัฒนานั้นน่าจะประสบปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันมากกว่าประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งในผลการวิจัยจากข้อมูลของประเทศไทย จึงน่าที่จะใช้ทดสอบถึงความถูกต้องของทฤษฎีเหล่านี้ได้เป็นอย่างดีโดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.3 การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Publice Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกหรือที่นักลงทุนมักเรียกว่า “ หุ้นไอพีโอ ” มาจากคำพ้องภาษาอังกฤษ IPO ซึ่งมีคำเต็มว่า Initial Public Offering เป็นหุ้นที่บริษัทเสนอขายให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกและไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน การขายหุ้นดังกล่าวเป็นการระดมทุนให้บริษัทที่ออกหุ้นเพื่อมาใช้สำหรับทำธุรกิจ และเปิดโอกาสให้คนทั่วไปมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของบริษัทด้วย สิ่งที่นักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจต่อหุ้นไอพีโอ คือโดยเฉลี่ยแล้วการลงทุนในหุ้นดังกล่าวจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าทั้งการลงทุนในหุ้นที่ออกเพิ่มเติมทีหลังและการลงทุนในหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์อยู่แล้ว แม้ว่ายังมีโอกาสขาดทุนบ้างในบางครั้งแต่ก็เป็นสัดส่วนที่น้อยมาก ในวงการการลงทุนถือว่าเป็นการลงทุนที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติกว่าการลงทุนอื่นๆ หากมองอีกนัยหนึ่งก็คือเพราะวาณิชธนกิจนำหุ้นไอพี

โอมาขายให้แก่นักลงทุนทั่วไปในราคาถูกมากกว่ามูลค่าที่ควรเป็นหรือ Underpricing จึงส่งผลให้ราคาหุ้นไอพีโอเพิ่มขึ้นมากเมื่อนำเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรกทำให้นักลงทุนได้กำไรจากการลงทุนสูงมากนั่นเอง

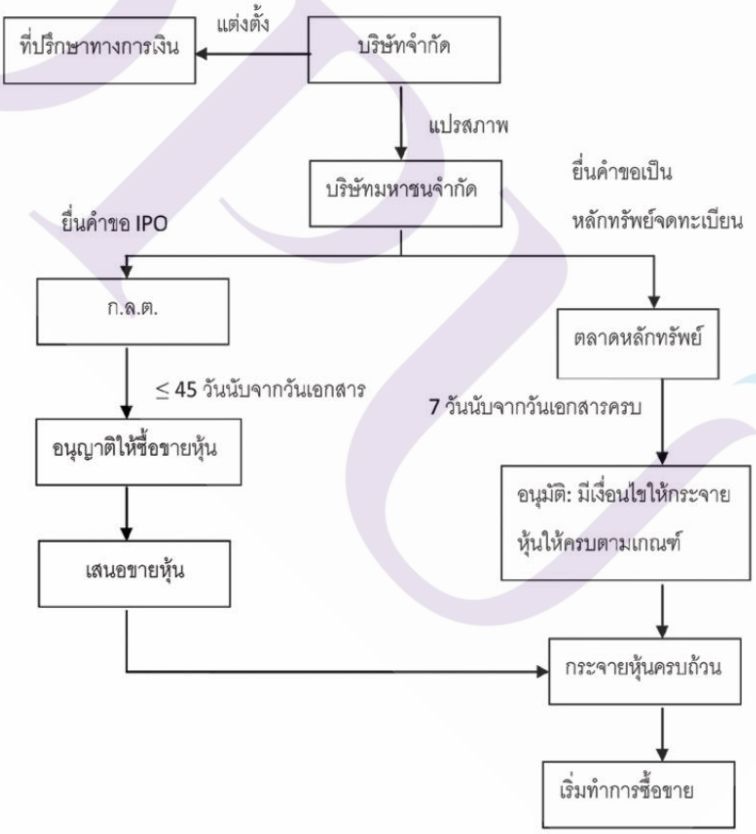
ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกออกขาย

เพื่อให้เข้าใจถึงหุ้นไอพีโออย่างชัดเจน ควรเข้าใจขั้นตอนการนำหุ้นไอพีโอเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เสียก่อน ดังรูปภาพที่ 2.1 แสดงขั้นตอนดังกล่าว เริ่มจาก 3-6 เดือนก่อนยื่นคำขอจดทะเบียนเป็นหุ้นที่ซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทที่จะออกหุ้นไอพีโอต้องศึกษากฎระเบียบข้อมูลที่เกี่ยวข้องและแต่งตั้งบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินจะตรวจสอบคุณสมบัติของบริษัทและช่วยปรับปรุงเอกสารต่างๆ ตลอดจนงบการเงินให้ถูกต้องตามหลักเกณฑ์ หลังจากนั้นจึงมีการแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ จากนั้นประมาณ 2-5 เดือนก่อนยื่นคำขอดังกล่าวจะต้องแปรสภาพบริษัทเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และจัดเตรียมเอกสารเพื่อยื่นขอจำหน่ายหุ้นไอพีโอจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) รวมทั้งวางแผนการกำหนดราคาตลอดจนการจัดจำหน่ายหุ้นและประชาสัมพันธ์และเมื่อถึงระยะ 1- 2 เดือนก่อนยื่นคำขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ บริษัทต้องจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ แต่งตั้งนายทะเบียนหลักทรัพย์ยื่นคำขออนุญาตขายหุ้นต่อสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตลอดถึงเตรียมเรื่องการเยี่ยมชมกิจการและตอบข้อซักถามของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และเมื่อยื่นคำขออนุญาตขายหุ้นต่อตลาดหลักทรัพย์แล้วต้องเตรียมการเรื่องการเยี่ยมชมกิจการและตอบข้อซักถามของตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถเตรียมพร้อมกันกับส่วนของกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) แล้วจึงเสนอขายแก่ประชาชนได้และสามารถเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายใน 2 วันทำการ นับจากวันที่มีการสั่งรับหลักทรัพย์จดทะเบียน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

ภายหลังจากการยื่นคำขอกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ แล้วที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องเตรียมการสำหรับการเข้าเยี่ยมชมกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินร่วมกับผู้ตรวจสอบบัญชีในการเตรียม Working Paper ให้พร้อมและนัดหารือกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ได้ภายใน 10 วันทำการนับจากวันที่ยื่นคำขอเพื่อที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะได้นัดเข้าเยี่ยมชมกิจการของบริษัทที่ยื่นคำขอได้ภายในอีก 10 วันทำการถัดไปหลังจากบริษัทได้รับการอนุมัติให้ขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนแล้วจะต้องนำหลักทรัพย์ออกจำหน่ายให้กับประชาชนให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แจ้งการอนุญาตและสามารถขออนุญาตขยายเวลาได้อีก 6 เดือน โดยต้องส่งหนังสือพร้อมเหตุผลให้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 30 วัน

และนอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) กำหนดให้ผู้ยื่นคำขอต้องกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนและขอผ่อนผันได้ 6 เดือน โดยต้องแจ้งผ่อนผันและชี้แจงเหตุผลเป็นหนังสือต่อคณะกรรมการไม่น้อยกว่า 7 วันก่อนวันครบกำหนด (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) สุดท้ายหลังจากการขึ้นทะเบียนมีผลบังคับแล้วในส่วนของการตลาดของหลักทรัพย์ IPO ที่จะเสนอขายในส่วนของหนังสือชี้ชวนสามารถจัดพิมพ์ได้หลังจากได้รับอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นจะเป็นสัญญาณว่ากระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อย่างเป็นทางการได้เริ่มต้นแล้ว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) สามารถสรุปขั้นตอนได้ดังต่อไปนี้



ภาพที่ 2.2 ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาของ Daily et al.(2003) กล่าวว่า การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นขั้นตอนที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งในการพัฒนากระบวนการของบริษัทซึ่งเป็นยุทธศาสตร์แห่งการเริ่มต้นในการเปลี่ยนแปลงขององค์กรให้เติบโตอย่างรวดเร็ว จึงทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงรวมทั้งในการพัฒนาขององค์กรเพื่อเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัทจะต้องเตรียมความพร้อมในหลายคุณสมบัติหลายๆด้าน และต้องดำเนินการตามกฎหมาย ตามข้อกำหนดที่เกี่ยวข้อง และสิ่งสำคัญเป็นลำดับแรกในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก คือ บริษัทที่จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องคัดเลือกผู้ที่เกี่ยวข้องกับการออกจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเตรียมความพร้อมเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์และกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทและผู้ที่เกี่ยวข้องกับในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่จะต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบไปด้วย ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้ตรวจสอบบัญชี ผู้ตรวจสอบภายในและคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งสามารถแสดงขั้นตอนได้ดังนี้

ภาพที่ 2.3 ขั้นตอนหลักและผู้เกี่ยวข้องในการเข้าจดทะเบียน

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisors) คือ บริษัทที่ประกอบธุรกิจในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในการให้คำปรึกษาในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อให้การยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถดำเนินไปด้วยความถูกต้อง สามารถระดมทุนและเข้าจดทะเบียนได้ตามกำหนดเวลาที่ตั้งใจไว้ โดยที่ปรึกษาทางการเงินมีหน้าที่สำคัญในการศึกษาข้อมูลของบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ความรู้ ความสามารถ และความระมัดระวังอย่างเพียงพอในฐานะของผู้ประกอบวิชาชีพและจัดทำการตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สิน (Due Dillgence) ซึ่งเป็นขั้นตอนที่มีความสำคัญอย่างมากขั้นตอนหนึ่ง ที่ช่วยให้ที่ปรึกษาทางการเงินได้ศึกษาถึงรายละเอียดของบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ว่ามีมูลค่าถูกต้องครบถ้วนตามบัญชีและมีอยู่จริง รวมทั้งทำความเข้าใจในรายละเอียดของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งในด้านการดำเนินงานและการบริหารจัดการได้อย่างละเอียดรอบคอบ

ทั้งนี้การตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สินจะทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินสามารถวิเคราะห์และตรวจสอบได้ว่าบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มีสิ่งใดบ้างที่จะต้องปรับปรุง แก้ไขและเปลี่ยนแปลง เพื่อไม่ให้บริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีประเด็นปัญหาในเรื่องสำคัญ เช่น โครงสร้างการถือหุ้น การทำรายการระหว่างกัน ระบบการควบคุมภายในและงบการเงิน ซึ่งประเด็นปัญหาเหล่านี้หากพบประเด็นปัญหาจะต้องใช้ระยะเวลานานในการแก้ไขและปัญหาที่กล่าวมาข้างต้นก็เป็นประเด็นปัญหาที่พบบ่อยครั้งในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และทั้งนี้ในการตรวจสอบและการประเมินสินทรัพย์และหนี้สิน ที่ปรึกษาทางการเงินจะช่วยให้บริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีคุณสมบัติที่พร้อมสำหรับเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินต้องให้ความรู้ความเข้าใจแก่บริษัทผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถึงหน้าที่ความรับผิดชอบตามกฎหมายในการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พร้อมทั้งจัดทำเอกสารในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รับรองว่าบริษัทผู้ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องและมีคุณสมบัติครบถ้วนเหมาะสมที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามข้อบังคบ กฎเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์

และตลาดหลักทรัพย์ พร้อมทั้งให้คำแนะนำในการปฏิบัติตามข้อบังคับ กฎเกณฑ์ในการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และติดตามดูแลการดำเนินงานและผลประกอบการของบริษัทผู้ยื่นคำขอต่อเนื่องไปอีก 1 ปีนับจากวันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) คือ ผู้ให้บริการทางการบัญชีแก่สถานประกอบกิจการ บุคคล สถานประกอบการเอกชนรวมไปถึงหน่วยงานรัฐบาล ในการควบคุมดูแลการทำบัญชีและการตรวจสอบบัญชี การรับรองความถูกต้องและความครบถ้วนในการจัดทำบัญชี และเอกสารทางการเงิน และในการยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องเป็นผู้ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้สอบบัญชีมีหน้าที่ให้คำปรึกษา ตรวจสอบ และรับรองการรายงานข้อมูลทางการเงินของบริษัทให้ถูกต้องและเป็นไปตามมาตรฐานบัญชีซึ่งผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องมีความรับผิดชอบต่อวิชาชีพในการนำเสนอข้อมูลทางบัญชีที่เชื่อถือได้ มีความละเอียดรอบคอบ มีความเป็นอิสระเป็นกลาง มีความถูกต้อง รวดเร็ว และมีประโยชน์อย่างแท้จริงในการตัดสินใจในการใช้วิจารณญาณเพื่อพิจารณาหาหลักปฏิบัติที่เหมาะสมและส่งผลกระทบในด้านลบให้น้อยที่สุดแก่หน่วยงานหรือองค์กรที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ที่สำคัญผู้ตรวจสอบบัญชีจะต้องมีจรรยาบรรณและความซื่อสัตย์เป็นอย่างมาก

ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor) คือผู้รักษาผลประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนได้เสียขององค์กรมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มมูลค่าให้องค์กร โดยต้องเข้าใจถึงลักษณะของธุรกิจ ทำให้ทราบถึงความเสี่ยงที่องค์กรต้องเผชิญและสามารถตอบสนองความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียได้ ซึ่งผู้ตรวจสอบภายในเปรียบเสมือนเครื่องมือและกลไกอย่างหนึ่งของผู้บริหารที่ช่วยในการตรวจทานความถูกต้องและสมบูรณ์ของสารสนเทศ ด้านการบัญชี การเงินและการดำเนินงานขององค์กรมีความโปร่งใสและเชื่อถือได้แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยให้องค์กรบรรลุถึงเป้าหมายที่วางไว้ด้วยการประเมินและปรับปรุงประสิทธิภาพของกระบวนการบริหารความเสี่ยง ซึ่งผู้ตรวจสอบภายในจะเป็นผู้ประเมินความเพียงพอและเหมาะสมของระบบการควบคุมภายในของบริษัทอย่างเป็นอิสระให้คำแนะนำในการปรับปรุง ติดตามผลการนำไปปฏิบัติรายงานผลการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอดูแลให้มีการใช้ทรัพยากรขององค์กรเป็นไปอย่างประหยัดเหมาะสมตามลำดับความสำคัญเพื่อให้คุ้มค่าและมีประโยชน์สูงสุดต่อองค์กร

นอกจากนี้ผู้ตรวจสอบภายในยังเป็นสื่อกลางระหว่างผู้บริหารและผู้ปฏิบัติงานในการประสานและลดปัญหาความไม่เข้าใจในนโยบาย รวมถึงมีส่วนร่วมในการพัฒนาระบบควบคุมภายในอย่างต่อเนื่องเพื่อเน้นการทำงานในแนวสร้างสรรค์ร่วมกับองค์กรที่รับการตรวจ มีการทำงานเป็นทีมและสนับสนุนให้องค์กรมีการปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิผล รวมทั้ง

ส่งเสริมให้เกิดกระบวนการกำกับดูแลที่ดีป้องกันการประพฤติมิชอบหรือการทุจริตและเป็นการลดความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจนทำให้การดำเนินงานไม่บรรลุวัตถุประสงค์ ทั้งนี้สิ่งสำคัญผู้ตรวจสอบภายในต้องมีความเป็นกลางและต้องดำรงความเป็นอิสระ และความเที่ยงธรรม

คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) คือกรรมการบริษัทที่ได้รับแต่งตั้งจากคณะกรรมการบริษัทให้อยู่ในคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อทำหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงิน ระบบการควบคุมภายใน รวมทั้งให้มีการเปิดเผยข้อมูลรายการเกี่ยวโยงให้ครบถ้วน โดยคณะกรรมการตรวจสอบจะต้องมีคุณสมบัติความเป็นอิสระตามเกณฑ์ขั้นต่ำตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้มีหน้าที่รับผิดชอบต่อคณะกรรมการบริษัทตามขอบเขตหน้าที่ที่ได้รับมอบหมายซึ่งขอบเขตการปฏิบัติงานของคณะกรรมการตรวจสอบได้แก่สอบทานรายงานทางการเงิน สอบทานระบบการควบคุมภายในและระบบตรวจสอบภายใน พิจารณาคัดเลือกและเสนอแต่งตั้งผู้สอบบัญชี สอบทานการปฏิบัติงานตามข้อกำหนดของกฎหมายที่เกี่ยวข้อง พิจารณาการเปิดเผยข้อมูลในรายการเกี่ยวโยงให้ถูกต้องครบถ้วน จัดทำรายงานของคณะกรรมการตรวจสอบไว้ในรายงานประจำปีและหน้าที่อื่นใดที่คณะกรรมการบริษัทมอบหมายและคณะกรรมการตรวจสอบเห็นชอบนอกจากนี้ยังมีผู้ที่เกี่ยวข้อง เช่น ที่ปรึกษาทางกฎหมาย (Legal Advisor) ทำหน้าที่เป็นผู้ให้ความเห็นและคำแนะนำในการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายกำหนดในการทำธุรกรรมที่สำคัญของบริษัท เช่น การเข้าซื้อกิจการสินทรัพย์ การทำสัญญาทางธุรกิจที่สำคัญและนายทะเบียนหลักทรัพย์ (Registrar) บริษัทต้องมอบหมายให้บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด หรือบุคคลที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์

สำหรับประเทศไทยการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มต้นจากการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisors) ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ปรึกษาทางกฎหมาย ซึ่งจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หลังจากแต่งตั้งผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องแล้ว บริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการจัดประชุมเพื่อทำการแบ่งหน้าที่ให้กับแต่ละฝ่ายในการยื่นคำขอกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO หลังจากที่เอกสารประกอบทั้งหมดเรียบร้อย การขึ้นทะเบียนจะมีผลในช่วงเวลาหนึ่งหลังจากที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) ทำการตรวจสอบเอกสารทุกอย่างเรียบร้อยแล้ว

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)

ในเชิงทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเป็นสาเหตุสำคัญของ การตั้งราคาที่เบี่ยงเบนจากมูลค่ายุติธรรม จึงมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ต่อถึงปัจจัยที่สามารถช่วยลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลที่เกิดขึ้นกับการออก IPO ปัจจัยหนึ่งที่สามารถเป็นกลไกเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล คือ บทบาทของ Underwriter ผู้เป็นตัวกลางในการช่วยบริษัทผู้ออก IPO จัดการจัดจำหน่ายหุ้นสู่นักลงทุนMacey (2010) อธิบายถึงบทบาทนี้ด้วยทฤษฎี Certification hypothesis ว่าบริษัทผู้ออก IPO ซึ่งไม่เป็นที่รู้จักในตลาดทุนจะต้องพึ่งพาUnderwriter ที่มีชื่อเสียงเพื่อเป็นสะพานเชื่อมให้สามารถระดมทุนให้ได้รับมูลค่าที่ชดเชยความเสี่ยงที่แท้จริงของบริษัทด้วยการใช้ชื่อเสียงบริษัท Underwriter ส่งสัญญาณหรือรับรองคุณภาพของบริษัทผู้ออก IPO ดังนั้น นักลงทุนสามารถพิจารณาจากชื่อเสียงของ Underwriter ในการช่วยประเมินมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้อง มากขึ้น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทผู้ออก IPO และนักลงทุน รวมถึงความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลในกลุ่มนักลงทุนด้วยกันจึงลดน้อยลง Macey (2010) ยืนยันว่าในธุรกิจ ชื่อเสียงของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทวาณิชธนกิจประสบความสำเร็จ เนื่องจากกิจกรรมในอุตสาหกรรมตลาดทุนต้องพึ่งพาที่ทรัพยากรบุคคล ยิ่งไปกว่านั้นในตลาดทุนที่กลไกควบคุมและระบบกฎหมายอยู่ในช่วงกำลังพัฒนาชื่อเสียงของบริษัท Underwriter จะมีบทบาทสูงขึ้น

นอกจากนั้น Chemmanur and Fulghieri (1994) ได้อธิบายบทบาทที่จำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) มีชื่อเสียงช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลผ่านกิจกรรมที่ Underwriter โดยได้ทำในการประเมินราคาและสื่อสารข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออก IPO สู่ตลาดอย่างมีคุณภาพส่งผลให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่ตรงกันมากขึ้น ในทางกลับกัน Underwriter จะสามารถสร้างชื่อเสียงของบริษัทให้เป็นที่รู้จักและได้รับการยอมรับจะต้องเกิดจากการที่ Underwriter ได้มีการให้บริการที่มีคุณภาพเท่าเทียมกันแก่ลูกค้าทุกประเภทบริการที่มีคุณภาพส่วนหนึ่งคือการพยายามค้นหาราคาที่เหมาะสมสำหรับหุ้น IPO โดยหาจุดสมดุลที่ให้บริษัทผู้ออก IPO ได้รับมูลค่าระดมทุนที่เหมาะสม และนักลงทุนที่จองซื้อได้รับผลตอบแทนพอสมควรในระยะสั้น

Beatty and Ritter (1986) เสนอว่า Underwriter ที่มีคุณภาพพยายามหาจุดสมดุลนี้เพื่อดำรงชื่อเสียงที่ดีของบริษัทและสามารถรักษาส่วนแบ่งการตลาดของตนไว้ สนับสุนนด้วยผลการวิจัยที่พบว่าUnderwriter ที่ตั้งราคาไม่สอดคล้องกับความเสี่ยงของบริษัทผู้ออก IPO ทำให้เกิด

underpricing ในวันแรก ภายหลัง Underwriter เหล่านี้จะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดของตน งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่พบหลักฐานของความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างชื่อเสียงของ Underwriter และระดับ underpricing ได้แก่ งานวิจัยในตลาดทุนประเทศอเมริกาในช่วงปี 1980 ของ Carter (1990)

ถึงอย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สามารถยืนยันได้ เนื่องจากงานวิจัยที่ทดสอบเพิ่มในช่วงปี 1990s ของ Loughran and Ritter (2004) พบความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้าม ผู้วิจัยได้สรุปผลที่ขัดแย้งกัน เมื่อช่วงเวลาที่ทดสอบมีความแตกต่างกันว่าเกิดจากบทบาทของบริษัทหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนไปในสายตาของผู้ออก IPO โดย Underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถเพิ่มบริการภายหลัง IPO โดยมีนักวิเคราะห์คอยติดตามวิเคราะห์หุ้น IPO นั้นต่อไป ส่งผลดีต่อราคาหุ้นในระยะยาวบริการเพิ่มเหล่านี้ทำให้ Underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถต่อรองราคา offer ให้ต่ำลงส่งผลให้ under pricing สูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับ Underwriter ที่มีชื่อเสียงด้อยกว่า

จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter quantity)

จากการศึกษาของ Beatty and Ritter (1985) ได้เสนอว่า underwriter มีหน้าที่จะตั้งราคาที่มีจุดดุลยภาพระหว่างทั้งนักลงทุนและบริษัทผู้ออกหุ้น IPO หาก underwriter ตั้งราคาผิดพลาดก็จะทำให้เกิดสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด จึงอาจสรุปได้ว่า underwriter ที่มีส่วนแบ่งตลาดที่สูงก็อาจจะเป็นผู้ที่สามารถตั้งราคาได้อย่างเหมาะสมมากที่สุดนั่นเอง อาจกล่าวได้ว่า underwriter มีหน้าที่ที่จะต้องตั้งราคาให้เหมาะสมที่สุด เพราะหากตั้งราคาต่ำเกินไปก็จะไม่มีบริษัทผู้ต้องการออกหุ้น มาจัดจ้างเพราะได้รับเงินทุนต่ำเกินไป แต่หากตั้งราคาสูงเกินไปก็จะเกิดความเสี่ยงที่จัดจำหน่ายได้ไม่หมด ทำให้ต้องแบกรับหนี้ดังกล่าวไว้เอง ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า underwriter มีแรงจูงใจที่จะตั้งราคาต่ำกว่า เพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านการจัดจำหน่ายไม่หมด โดยที่ราคานั้นจะต้องไม่ต่ำจนเกินไป

ปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เกิดการกดราคาเกิดขึ้น ซึ่งก็จะทำให้เกิดปัญหา Initial return โดย Chemmanur and Fulghieri (1994) พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรข้อมูลได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Carter and Manater (1990) ที่พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลด initial return ได้โดยที่ Carter and Manater (1990) และ Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO ได้นั่นเอง หรือสามารถอธิบายได้ว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งขึ้นมาได้มากขึ้น ทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้

อย่างไรก็ตาม Lougher and Ritter (2004) ได้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างชื่อเสียงของ underwriter กับ initial return ได้เปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต เนื่องจากพบว่าความต้องการสูงสุด

ของบริษัทผู้ออกหุ้น IPO ได้เปลี่ยนจากความต้องการให้เกิด initial return น้อยสุดไปเป็นความต้องการให้มีบริการหลังการออกหุ้นให้มากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของปริมาณของนักวิเคราะห์ที่จะติดตามและวิเคราะห์บริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Aggarwal, Krigman, and Womack (2002) ที่พบว่า initial return จะมีสัมพันธ์กับปริมาณนักวิเคราะห์ในบริษัทของ underwriter นอกจากนั้นยังมีการศึกษาว่าหาก underwriter ได้ใช้วิธี Book- building ในการตั้งราคา IPO ก็จะสามารถดึงข้อมูลจากนักลงทุนได้มากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากนักลงทุนสถาบัน โดย Jenner (2010) พบว่าวิธี book-buiding สามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลได้ ซึ่งก็น่าจะช่วยให้เกิดการ initial return น้อยลง แต่ก็มีการศึกษาที่พบว่าวิธี Book building จะยิ่งเป็นการเพิ่มการเกิด initial return เพราะจะตั้งราคาเพื่อให้เกิดเป็นการตอบแทนของการลงทุนที่ได้ให้ข้อมูลแก่underwriter จากกระบวนการ Book building ก่อน การออกหุ้น IPO ตามการศึกษาของ Harley, Kumar, and Seguin (1993) , Sherman and Titman (2002), Corwin and Schultz (2005)

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าหากพิจารณาคุณภาพของ underwriter ซึ่งเป็นเหมือนผู้คัดกรองหุ้นที่จะเขาสู่ตลาดทุนผ่านการกำหนดราคาให้เหมาะสมที่สุดนั้นจะพิจารณาเพียงแต่ initial return ก็อาจจะไม่เพียงพอเพราะจากที่กล่าวมาข้างต้นว่ามีหลายสมมติฐานที่ได้อธิบายถึงเหตุการณ์ initial return ซึ่งไม่ได้มีเฉพาะชื่อเสียงของ underwriter นั่นเอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อนักลงทุนทราบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วหุ้น IPO ในวันแรกจะมีการ initial return ดังนั้น นักลงทุนรายย่อยจึงมีการเข้ามาซื้อขายเป็นจำนวนมากทำให้เกิด Retail sentiment คือการที่ซื้อขายกันโดยขึ้นอยู่กับอารมณ์ของนักลงทุนรายย่อย จากการศึกษาของ Darrian (2005) และ Bradley, Gonas, Highfield, and Roskelley (2009) นอกจากนั้นการเกิด initial return ยังมีการศึกษาของ Allen and Faulhaber (1989) ที่สรุปว่าเป็นสิ่งที่บริษัทผู้ออกหุ้น IPO ต้องการให้เกิดขึ้น เพื่อเป็นการส่งสัญญาณ (signaling) ให้นักลงทุนทราบว่า บริษัทตนเป็นบริษัทที่ดี มีการ initial return ต้นทุนดังกล่าว ดั้งนั้นการเกิด initial return จึงไม่ได้มีปัจจัยแต่ด้านของ underwriter เพียงอย่างเดียวที่จะสามารถอธิบายได้ และที่สำคัญที่สุดคือการเกิด initial return ในวันแรกไม่ใช่ตัวบ่งบอกว่า underwriter ตั้งราคาผิดพลาดเท่าใด เพราะราคาปิดในวันแรกไม่อาจสามารถสรุปได้ว่าเป็นราคายุติธรรม (Fair price) โดยจะกล่าวถึงในส่วนของการพัฒนาสมมติฐานในลำดับต่อไป

2.4 แนวคิดช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป

นอกจากการศึกษาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร และการปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสาร (Partial adjustment) ที่ระบุว่าเป็นตัวเหตุหนึ่งของการ Underpriced ของหุ้น IPO งานวิจัยในอดีตโดย Ritter (1991) ยังระบุว่าการปรับตัวต่อข้อมูลข่าวสารที่มีการเผยแพร่ในตลาด

และภาวะของตลาด (market conditions) ในขณะนั้นถือเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับระดับการ Underpriced โดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างภาคตลาดหุ้นช่วงก่อนกระบวนการออก IPO กับระดับการ Underpriced ของหุ้น IPO

ในช่วง hot Market condition หรือช่วงที่ตลาดอยู่ในขาขึ้น การระดมทุนโดยวิธีออก IPO จะได้รับความสนใจและประสบผลสำเร็จมากเช่นกัน สอดคล้องกับงานศึกษาของ Loughan, Ritter, and Rydqvist (1994), Lee, Shleifer, and Thaler (1991) และ Baker and Wurgler (2002) ที่ระบุว่าบริษัทมักเลือกเสนอขายหุ้น IPO ในช่วงที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวก ส่วนเกินต่อตลาด (excessive optimism) หรือภาวะของนักลงทุน (investor sentiment) อยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ Ritter (1991)และ Ibbostson and Jaffe (1975) แสดงผลการศึกษาที่พบว่า ในช่วงที่ตลาดมีทิศทางขาขึ้น มูลค่าการออกหุ้น IPO จะเพิ่มสูงขึ้น เข้าสู่ช่วง hot period ซึ่งมูลค่าและระดับการ underpricedของหุ้น IPO มีลักษณะเป็นวงจรด้วยเช่นกัน

ทั้งจากการศึกษาในตลาดทุนในหลายประเทศ โดยBralisford, Heaney, Powell and Shi (2000) , Derrien and Womack (2003) พบว่าบริษัทส่วนใหญ่นิยมออกหุ้น IPO ในช่วงที่ตลาดอยู่ในขาขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมีมุมมองที่ดีต่อตลาด ซึ่งอาจจะเป็นมุมมองที่ดีเกินไป (Overoptimistic) ประกอบกับ คำแนะนำจากนักวิเคราะห์ ทำให้นักลงทุนมองว่า ภาวะตลาดอยู่ในทิศทางขาขึ้น จึงกล้าลงทุนซื้อขายหุ้น ที่มีระดับราคาที่สูงหรืออาจสูงกว่าปกติได้เช่นกัน ทั้งนี้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Dom (2002) ซึ่งระบุว่านักลงทุนรายย่อยมักจ่ายเงินซื้อหุ้น IPO ที่ขายในตลาดรองในราคาที่สูงเกินไป โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ตลาดในภาพรวมอยู่ในทิศทางขาขึ้น

Derrien and Womack (2003) ระบุว่าลักษณะของนักลงทุนที่ optimistic หรือมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดนั้นเป็นตัวบ่งชี้หนึ่งของตลาด ในภาวะ hot Market ซึ่งสามารถอธิบายเชื่อมโยงได้จากพฤติกรรมนักลงทุนตามที่ Miller (1977) ระบุว่าการที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวก (optimistic) นั้นเกิดจาก Halo effect ส่งผลต่อพฤติกรรมนักลงทุนที่มีความชื่นชอบ ต่อสิ่งหนึ่ง เกิดความลำเอียงทำให้มีพฤติกรรม ขยายต่อหรือมองรวมสิ่งอื่นที่เกี่ยวข้องกันในทิศทางเดียวกัน อีกทั้งงานศึกษาบางส่วนระบุว่าช่วง hotmarket เป็นช่วงที่มีการออก IPO เป็นมูลค่ามาก ในขณะที่ความต้องการของนักลงทุนไม่ได้เพิ่มขึ้นในระดับเดียวกัน ทำให้วาณิชธนกิจพยายามตั้งราคาต่ำ เพื่อให้หุ้นดังกล่าวเป็นที่สนใจและนักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูง ส่งผลให้เกิดการ Underpriced จำนวนมาก เว้นแต่กรณีที่ความต้องการของนักลงทุนเพิ่มขึ้น เป็นสัดส่วนมากกว่ามูลค่าการออก IPO ในช่วงนั้น

Benveniste and Spindt (1989) ระบุว่าราคาหุ้น IPO ที่มีการซื้อขายกันในตลาดรองจะขึ้นกับข้อมูลที่นักลงทุนได้รับเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกและภาวะของนักลงทุน (Investor Sentiment) ในขณะนั้นซึ่งสนับสนุน Derrien and Womack (2003) ที่กล่าวว่าลักษณะของนักลงทุนรายย่อยมี

ความใกล้เคียงกับลักษณะของ Noise trader และกลุ่มนักเก็งกำไร (Speculators) ซึ่งหากตลาดทุนมีนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวจำนวนมาก จะทำให้ภาวะของตลาดมีความสัมพันธ์กับระดับการ Underpriced มากเช่นกัน เพราะนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวมีพฤติกรรมการลงทุนโดยอิงจากสภาพตลาดโดยรวม หากมีมุมมองต่อตลาดในเชิงบวกหรือตลาดอยู่ในขาขึ้น ก็จะยินดีจ่ายซื้อในราคาที่สูงขึ้น แม้ราคาหุ้นดังกล่าวที่ซื้อขายในตลาดจะอยู่ในระดับสูงก็ตาม ทำให้พฤติกรรมของนักลงทุนเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ถูกนำมาอธิบาย ปรากฏการณ์ underpricing ในตลาดหุ้นที่มีนักลงทุนรายย่อยเป็นจำนวนมาก

สำหรับตลาดหุ้นไทย Jaroenjitrkam (2003) พบว่า hot Issue Market เป็นภาวะที่เกิดขึ้นในตลาดทุนไทยในอดีต ลักษณะผลตอบแทนของหุ้น IPO ไทยมีลักษณะเป็นวงจรและพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างภาวะตลาดที่มีทิศทางขาขึ้นกับระดับการ Underpriced ของหุ้น IPO และนักลงทุนนิยมลงทุนในช่วงดังกล่าวเช่นกัน เนื่องจากได้รับผลตอบแทนที่สูงจากระดับการ Underpriced ที่สูง ดังนั้น Loughran et al (1994) จึงระบุว่าช่วงระยะเวลาในการออกหุ้น IPO เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่บริษัทควรนำมาพิจารณาในการออก IPO เพราะมีความสัมพันธ์กับระดับการ Underpriced

2.5 แนวคิดความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท

จากมุมมองที่หลากหลายของนักวิชาการในอดีต สรุปได้ว่า ความสัมพันธ์ทางการเมือง คือ CEO หรือคณะกรรมการและรวมถึงผู้ที่ร่วมสายโลหิตเป็นบุคคลที่อยู่ในตระกูลเดียวกัน มีตำแหน่งในคณะรัฐมนตรี เป็นอดีตข้าราชการ ทหาร ตำรวจ รวมถึงปัจจุบัน ยังดำรงตำแหน่งอยู่ ในอดีตได้มีผู้ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและความสัมพันธ์ทางการเมืองหลายท่าน ได้แก่ Roe (2003) อธิบายว่าความสัมพันธ์ทางการเมืองเป็นปัจจัยหนึ่งที่อาจ ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของระบบการกำกับดูแลกิจการ เพราะความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้น มีบทบาทสำคัญต่อความเป็นเจ้าของบริษัท และรวมถึงบทบาทที่อาจส่งผลกระทบต่อโอกาสในการเติบโตและการสร้างกำไรของกิจการ เช่น นักการเมืองสามารถกำหนดความเป็นเจ้าของได้อำนาจในมือที่ตนมีอยู่ทำให้ทราบถึงวิธีการที่จะทำ ให้บริษัทเติบโตและมีขนาดใหญ่กว่าเดิม ทำให้ทราบว่าอะไรคือวิธีการที่จะสามารถทำให้บริษัทที่สร้างกำไรได้ และทราบว่าใครมีเงินทุนและกิจการจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ด้วยวิธีใด เป็นต้น

ฉะนั้นแล้วการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ของกิจการที่มีคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางการเมือง กิจการนั้นอาจได้รับอิทธิพลจากนักการเมืองเหล่านี้ในการหาผลประโยชน์ให้กับตนเองและพวกพ้องเป็นหลัก แต่กลับไม่ได้เพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับมุมมอง

ของ Shleifer and Vishny (1994) ซึ่งอธิบายว่า กิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองจะเกิดต้นทุนทางการเมืองขึ้น โดยนักการเมืองอาจบังคับให้กิจการกระทำการใดๆ ที่เอื้อประโยชน์ต่อกับการเมืองเองและพวกพ้อง เช่น อาจบังคับให้มีการจ้างแรงงานที่มากเกินอัตรางานที่มีอยู่ รวมถึงอาจบังคับให้ผลิตสินค้าที่นักการเมืองต้องการไม่ใช่ผลิตสินค้าที่ผู้บริโภคต้องการ ทั้งนี้อาจบังคับให้เลือกสถานที่ตั้งที่ใช้เป็นฐานการผลิตจากเหตุผลทางการเมืองมากกว่าเหตุผลเชิงเศรษฐกิจ และอาจบังคับให้กำหนดราคาขายที่ต่ำกว่าทุน เพื่อเอื้อประโยชน์ทางการเมือง ให้แก่พวกพ้อง เป็นต้น จากมุมมองของต้นที่มองถึงแต่ดำเนินที่กิจการเสียประโยชน์จากการเกิดต้นทุน

ทางการเมืองยังมีอีกมุมมองที่แตกต่างออกไป เช่น Goldman, Rocholl, & So (2009) มีมุมมองว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของคณะกรรมการอาจสร้างประโยชน์ให้แก่กิจการได้ เช่น การได้รับรู้ สิทธิประโยชน์เกี่ยวกับการกำหนดอัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำกว่าคู่แข่งขัน และอาจได้รับการสนับสนุนจากรัฐในการลดข้อ กำหนดกฎระเบียบต่างๆที่ออกโดยรัฐบาล เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mobarak and Purbasare (2006) พบว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงการปกครองของประธานาธิบดีซูนาโต ได้รับประโยชน์จากการลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอากรขาเข้า ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง นอกจากนี้ Faccio et al. (2006) ได้สนับสนุนมุมมองนี้ว่า กิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้นจะได้อัตราภาษีที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนในการดำเนินงานนั้นต่ำลงจากที่กล่าวมาความสัมพันธ์ทางการเมืองระหว่างกิจการกับนักการเมืองจึงเป็นประเด็น ที่น่าสนใจ ทั้งในแง่ที่กิจการได้รับประโยชน์จากความสัมพันธ์ทางการเมือง และในแง่การทำให้เกิด ต้นทุนทางการเมือง สำหรับประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา และมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัวและถือหุ้นในลักษณะของกลุ่มครอบครัว ความสัมพันธ์ทางการเมืองอาจส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการ

2.6 แนวคิดของโครงสร้างผู้ถือหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นจำแนกเป็นสองรูปแบบ คือโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันเป็นสาเหตุของปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียมีความแตกต่างกัน ดังรายละเอียดต่อไปนี้ (ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช, 2555)

2.6.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากรายและแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย ดังนั้นจึงไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงมากพอที่เข้าควบคุมกิจการได้ผู้ถือหุ้นจึงมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย Denis and McConnell (2003) ระบุว่า

กิจการที่บริหารงานโดยผู้บริหารแบบอาชีพ โครงสร้างลักษณะนี้พบได้ในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดใหญ่เช่น สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ Denis and McConnell (2003), Franks, Mayer,and Wagner (2006) Franks, Mayer, and Rossi (2009) ซึ่งโดยหุ้นมีจำนวนน้อย

ดังนั้น จึงไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงมากพอที่เข้าควบคุมกิจการได้ผู้ถือหุ้นจึงมีสถานะเป็น ผู้ถือหุ้นรายย่อย Denis and McConnell (2003) ระบุว่ากิจการมักบริหารงานโดยผู้บริหารมืออาชีพ โครงสร้าง ลักษณะนี้พบได้ในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ Denis and McConnell, (2003) Franks, Mayer,and Wagner (2006) Franks, Mayer, and Rossi, (2009) และเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (Leuz, Nanda, andWysocki, 2003) กิจการในโครงสร้างลักษณะนี้อยู่ภายใต้ระบบการควบคุมกิจการเป็นระบบภายนอก (Outsider Systems) Frank and Mayer, (2001) หรือระบบที่มีตลาดเป็นศูนย์กลาง (Market-Centered Systems) La Porta,Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) Denisand McConnell, 2003) Frank and Mayer (2001) ระบุว่าลักษณะของระบบภายนอกคือตลาดทุนต้องมีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูง ทำให้นักลงทุนสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่รับรู้ออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ได้

Leuz (2010) อภิปรายวาระบบภายนอกความเป็นเจ้าของกระจายไปสู้นักลงทุนจำนวนมาก นักลงทุนจึงไม่มีสิทธิพิเศษใดๆ ในการเข้าถึงข้อมูล นักลงทุนจำเป็นต้องได้รับการปกป้องโดยสัญญาที่มีความชัดเจนแน่นอน (Explicit Contracts) สิทธิที่มีความครอบคลุมเพียงพอ(Extensive Rights) ระบบกฎหมายที่ทำหน้าที่อย่างดี (Well-Functioning Legal System) การรายงานและการเปิดเผยข้อมูลช่วยขจัดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลและช่วยให้นักลงทุนสามารถติดตามสิทธิเรียกร้องทางการเงินของตนได้กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวแบ่งแยกความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมกิจการอย่างชัดเจนปัญหาตัวแทนเป็นความขัดแย่งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหารซึ่งมีอำนาจควบคุมกิจการ(Shleifer and Vishny, 1997) Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นมอบอำนาจควบคุมกิจการแก่ ผู้บริหารโดยคาดหวังว่าผู้บริหารจะสร้างผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารบริหารกิจการแต่มิได้มีส่วนได้เสียใดๆ ในมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น ผู้บริหารอาจเกิดแรงจูงใจนำทรัพยากรนั้นไปสร้างผลประโยชน์แก่ตนเอง ดังนั้น กิจการควรให้ผู้บริหารมีส่วนได้เสียในกิจการโดยเข้าถือหุ้นในสัดส่วนที่มากพอเพื่อลดความขัดแย่งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น แนวความคิดของการทำให้ผลประโยชน์ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกับตัวการนำไปสู่สมมติฐานการมีผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interest Hypothesis)

อย่างไรก็ตาม Morck, Shleifer, and Vishny (1988) เห็นว่าเมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนถึงระดับหนึ่ง ผู้บริหารย่อมใช้สิทธิออกเสียงเพื่อรักษา

ผลประโยชน์และความมั่งคั่งของตนเอง (Self Exploitation) Demsetz (1983) และ Fama and Jensen (1983) อภิปรายว่าเมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงนำไปสู่การสร้างความมั่นคงในตำแหน่งที่มากเกินไป

กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายนอกเป็นกลไกช่วยลดปัญหาตัวแทน เช่น ตลาดการครอบงำกิจการ (Take over Markets) Allen (2001) กล่าวว่ากลไกนี้กระตุ้นให้ผู้บริหารต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถและเอาใจใส่ต่อผู้ถือหุ้น

2.6.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากทำให้ใช้สิทธิเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Shareholders) และไม่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างลักษณะนี้ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม La Porta, Lopez-de-Silanes,Shleifer, and Vishny (1999), Claessens, Djankov,and Lang (2000), Faccio and Lang (2002), Lins(2003) และ Dyck and Zingales (2004) พบว่าประเทศต่างๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาและอังกฤษมักมีรูปแบบของการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกลุ้มครอบครัวหรือตระกูลและภาครัฐเป็นกลุ่มที่พบมากที่สุดกิจการมักถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกของครอบครัวหรือตระกูล ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีบทบาทสำคัญมากต้อการกำกับดูแลกิจการ Shleifer and Vishny(1997) ระบุว่าปัญหาตัวแทนเกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ Shleifer and Vishny (1986) และ Burkart,Gromb, and Panunzi (1997) แสดงความเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต้องการตรวจสอบ ผู้บริหารเนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการจึงเกิดแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพกิจการจึงมีกระแสเงินสดเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นทุกรายจึงได้รับผลประโยชน์ร่วมกัน (Shared Benefits of Control) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน Monitoring Hypothesis Claessens and Fan (2002) อภิปรายว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจควบคุมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้นทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันนี้เป็นไปตามแนวคิดของ Incentives Alignment Hypothesis

ดังนั้นแนวคิดของ Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนผลักดันต้อการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้นในทางตรงกันข้ามShleifer and Vishny (1997) แสดงความเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจนำทรัพยากรและผลกำไรของกิจการไปแสวงหาผลประโยชน์ทำให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมกิจการ

(Private Benefits of Control) สร้างความเสียหายต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ผลประโยชน์ที่มีความขัดแย่งกันนี้สอดคล้องกับแนวคิดของ Expropriation/Entrenchment Hypothesis ตามแนวคิดนี้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้มูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยลดลงผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร

กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นกระจุกตัวมักมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริง (Ultimate Controlling Owners) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงต้องการมีส่วนแบ่งในสิทธิในการควบคุมสัดส่วนที่สูงมากพอเพื่อให้สามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพหรือใช้อำนาจเข้าบริหารกิจการได้ด้วยตนเอง วิธีการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการคือการถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ (Superior Voting Shares) การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิด (Pyramidal Structure) และการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Share-holding) Grossman and Hart (1988) Harris and Raviv (1988) ถึงแม้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัว กิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการแนวคิดทางทฤษฎีเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการส่งผลกระทบทั้งทางบวกและทางลบต่อการบริหารกำไร

แนวคิดทางทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการบริหารกำไรได้แก่แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ Shleifer and Vishny (1986), Burkart, Gromb, and Panunzi (1997) Claessensand Fan (2002) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้มีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดและมีอำนาจควบคุมผู้บริหาร ดังนั้นจึงมีแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุดและต้องการให้ผู้บริหารจัดทำรายงานทางการเงินให้ตรงกับความเป็นจริงในทางตรงกันข้าม แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจใช้อำนาจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว Shleifer and Vishny (1997) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Expropriation/EntrenchmentHypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถนำทรัพยากรของกิจการไปใช้ประโยชน์โดยไม่ต้องจัดสรรผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายอื่น ดังนั้นจึงต้องการปิดบังผลการดำเนินงานเพื่อไม่ให้บุคคลภายนอกรับทราบโดยการบริหารกำไร

2.7 แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing)

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPOในอดีตส่วนมากแสดงผลการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO มีการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน เช่น Beatty and Ritter (1986);Baron and Holmstrom (1980); Rock (1986); Koh and Walter (1989);Carter et al.(1998); Megginson and Weiss (1991), Ljungqvist

(2006), Zhang et al.(2007), Anis (2010), Martani et al.(2012) , Welch and Ritter (2002) โดยการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน นักวิจัยต่างๆได้ให้แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานที่หลากหลายแตกต่างกันออกไป

ซึ่งงานวิจัยจำนวนมากที่ระบุว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน อาทิ Beatty and Ritter (1986) ได้แสดงให้เห็นว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpriced) เกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัทและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง

ทั้งนี้ยังคงสอดคล้องกับ Ljungqvist (2006) ชี้ให้เห็นว่าเหตุผลของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน แบ่งออกเป็น 4 เหตุผล ได้แก่ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล เหตุผลด้านสถาบัน การพิจารณาด้านการควบคุม และกระบวนการเชิงพฤติกรรม พบว่าเหตุผลที่เหมาะสมที่สุดของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยแบบจำลองด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้จะอนุมานว่าหนึ่งในสามบุคคลนี้จะทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสมเป็นเหตุผลหนึ่งที่อาจนำไปสู่การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน กล่าวคือ การตกแต่งกำไร ในขณะที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะมีการบันทึกกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติ โดยมีการใช้เกณฑ์คงค้างและจะพิจารณาว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีการตกแต่งกำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO หรือไม่โดยดูจากมีการใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี

นอกจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ที่ระบุว่าเป็นเหตุผลหนึ่งของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO งานวิจัยในอดีตที่ถูกอ้างถึงอย่างมากโดย Rock (1986) กล่าวว่าเหตุผลของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจากนักลงทุน ซึ่งได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ซึ่งในตลาดหลักทรัพย์ IPO มีนักลงทุนอยู่ทั้งสองประเภท โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง (ดี) ไปก่อนแล้วเหลือแต่หุ้นราคาแพง (ไม่ดี) ให้กับนักลงทุนไม่มีข้อมูล ดังนั้น Rock จึงชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO ของพวกเขาเพื่อดึงดูดนักลงทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้วอาจทำให้ผลตอบแทนที่จะได้รับจัดสรรหุ้นจะน้อย

กว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ดังนั้น ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท ซึ่ง Beatty and Ritter (1986) , Koh and Walter (1989) และ Anis (2010) เห็นด้วยกับแนวคิดของ Rock (1986)

แต่อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Welch and Ritter (2002) กล่าวว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกหนึ่งในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้น บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Carter et al.(1998), Megginson and Weiss (1991) และ Zhang et al.(2007) ชี้ให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน เนื่องจากผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาดรอง โดยนักลงทุนอาจจะคิดว่าการที่บริษัทใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพก็แสดงว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดีถูกต้องและมีความน่าเชื่อถือได้เกี่ยวกับแนวโน้มการบริหารงานและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยในอดีตที่กล่าวเพิ่มเติมนอกเหนือจากเหตุผลที่กล่าวมาข้างต้น เช่น Martani et al.(2012) ระบุว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing) นั้น สามารถที่จะเกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า จากแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่าสามารถที่จะสรุปแนวคิดการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในงานวิจัยครั้งนี้ได้ว่าสาเหตุที่ทำให้บริษัทกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underpricing) ประกอบด้วยประการดังต่อไปนี้

ประการที่ 1 การมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน กล่าวคือ การมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันซึ่งเกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน ทั้งนี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับบริษัทและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง (Beatty & Ritter, 1986)

นอกจากนั้นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยแบบจำลองด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้จะอนุมานว่าหนึ่งในสามบุคคลนี้จะทราบข้อมูลมากกว่าบุคคลอื่น ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสม (Ljungqvist, 2006)

ในขณะเดียวกัน นักลงทุนที่มีข้อมูลนั้น พวกเขาจะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง (หุ้นดี) ไปก่อนแล้วเหลือแต่หุ้นราคาแพง (หุ้นไม่ดี) ให้กับนักลงทุนไม่มีข้อมูล (Rock, 1986) แสดงให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะให้ส่วนลดในราคาหลักทรัพย์ IPO ของพวกเขาเพื่อที่จะสามารถดึงดูดนักลงทุน หรืออาจกล่าวได้ว่านักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลแล้วอาจทำให้ผลตอบแทนที่จะได้รับจัดสรรหุ้นจะน้อยกว่าผลตอบแทนที่ต้องการเมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO

ประการที่ 2 การตกแต่งกำไรสร้างให้เกิดความน่าเชื่อถือ กล่าวคือ ในขณะที่ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะมีการบันทึกกำไรก่อนเพื่อให้กำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO สูงกว่าปกติ โดยมีการใช้เกณฑ์คงค้างและจะพิจารณาว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้มีการตกแต่งกำไรในช่วงออกหลักทรัพย์ IPO หรือไม่ โดยพิจารณาจากมีการใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกบัญชี (Ljungqvist, 2006)

ประการที่ 3 ความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทางการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) และราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคาหุ้น IPO) โดยที่จะถูกกำหนดล่วงหน้าระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO นั้นต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายวันแรกอย่างมีนัยสำคัญจะเรียกว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Martani et al., 2012)

ประการที่ 4 ลักษณะคุณภาพของบริษัท กล่าวคือ การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกหนึ่งในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้ประสบความสำเร็จในการจำหน่ายหลักทรัพย์ในอนาคต (Welch and Ritter,2002) ทั้งนี้ยังคงสอดคล้องกับ Carter et al.(1998) Megginson and Weiss (1991) และ Zhang et al.(2007) ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นว่า ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน เนื่องจากผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาดรอง โดยนักลงทุนอาจจะคิดว่าการที่บริษัทใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ ก็แสดงว่าบริษัทมีข้อมูลที่ดี ถูกต้องและมีความ

น่าเชื่อถือเหมาะสม รวมทั้งที่จะสามารถคาดการณ์ได้เกี่ยวกับแนวโน้มการบริหารงานและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

จากที่กล่าวมาข้างต้น แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ของนักวิจัยหลายท่าน สามารถสรุปให้แนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในงานวิจัยครั้งนี้ได้ว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underpricing) เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุน 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับ 3 ฝ่าย อันประกอบไปด้วย บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยทำการส่งสัญญาณต่างๆ ถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุน เช่น การใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพ ที่ปรึกษาทางการเงินที่ดี การมีโครงสร้างคณะกรรมการที่ดี อำนาจความสัมพันธ์ทางการเมือง และการออกหนังสือชี้ชวนซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลต่างๆ เช่น ผลการดำเนินกิจการ ประวัติของบริษัท เพื่อให้นักลงทุนมีข้อมูลในการตัดสินใจในการลงทุนรวมทั้งสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่องค์กร ทำให้บริษัทที่มีคุณภาพดีจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานลดลงเพื่อให้การออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประสบความสำเร็จได้ในอนาคตภายภาคหน้า ทั้งนี้สามารถสรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานจำแนกตามนักวิจัยแต่ละท่านได้ดังตารางที่ 2.3

ตารางที่ 2.3 สรุปแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Welch and Ritter (2002)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ถือเป็นกลไกสำคัญกลไกหนึ่งที่ใช้ในการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัท หากบริษัทที่มีคุณภาพดี มีความเชื่อมั่นที่ดีของประชาชนจะกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อให้การออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประสบความสำเร็จในอนาคต
Rock (1986)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจากนักลงทุนที่ได้แบ่งนักลงทุนออกเป็น 2 ประเภท คือ นักลงทุนที่มีข้อมูลและนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล โดยนักลงทุนที่มีข้อมูลนั้น จะได้รับทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนที่มีข้อมูลจะแข่งขันกันคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริง(หุ้นดี)ไปก่อนนักลงทุนรายอื่นๆ ทำให้สามารถเห็นได้ว่าผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO หรือ Underwriter นั้น จึงจำเป็นต้องกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท ให้ต่ำกว่ามาตรฐานเพื่อช่วยนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลและดึงดูดนักลงทุนรายใหม่ให้ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดการณ์ไว้เมื่อทำการจองซื้อหลักทรัพย์ IPO ของบริษัทเรียบร้อยแล้ว
Martani et al.(2012)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานนั้น เกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองโดยที่ราคาหลักทรัพย์ในตลาดรองจะถูกกำหนดจากกลไกในทิศทางของการตลาด (อุปสงค์และอุปทาน) นอกจากนี้ ราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดแรก (ราคา IPO) จะถูกกำหนดล่วงหน้าโดยเป็นการกำหนดระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ หากราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่าราคาในตลาดรองเมื่อเข้าซื้อขายในวันแรกอย่างมีนัยสำคัญนั้น เราเรียกว่า การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Beatty and Ritter (1986)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจากการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ระหว่างผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์และนักลงทุน โดยที่บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะทำการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการออกหนังสือชี้ชวนและจะพยายามลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลโดยการใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียง โดยที่ Underwriter ที่มีคุณภาพพยายาม หาจุดสมดุลนี้เพื่อดำรงชื่อเสียงที่ดีของบริษัทและสามารถรักษาส่วนแบ่งการตลาดของตนไว้ สนับสนุนด้วยผลการวิจัยที่พบว่า Underwriter ที่ตั้งราคาไม่สอดคล้องกับความเสี่ยงของบริษัทผู้ออกหุ้น IPO ทำให้เกิด underpriced ในวันแรกภายหลัง
Ljungqvist (2006)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ประกอบด้วยผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และผู้ลงทุน ทำให้การเสนอราคาขายของหลักทรัพย์ IPO ไม่เหมาะสมเป็นเหตุผลหนึ่งที่อาจนำไปสู่การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน
Allen and Faulhaber (1989)	เสนอว่าราคาหุ้นของบริษัทจะปรับเพิ่มสูงขึ้นเมื่อมีการส่งสัญญาณถึงคุณภาพที่ดีของบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง
Welch (1989)	บริษัทที่ดีสามารถออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนได้อีกในภายหลังจากที่หุ้นของบริษัท ได้เริ่มทำการซื้อขายแล้ว รวมทั้งได้เสนอแนวคิดว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ (low Quality Firms) ส่งผลให้นักลงทุนไม่เลือกลงทุนนั้น จะมีพฤติกรรมเลียนแบบบริษัทที่มีคุณภาพสูงในการส่งสัญญาณ (Signal) ให้แก่นักลงทุน

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Grinblatt and Hwang (1989)	พบว่าระดับหรือขนาดส่วนลดของราคาหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ทางบวกกับคุณภาพของบริษัท กล่าวคือ ราคาเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรก (Offer Price) สะท้อนถึงการส่งสัญญาณดังกล่าวจากผู้ออกหลักทรัพย์สู่นักลงทุน
Zheng and Stangeland (2007)	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน โดยการส่งสัญญาณที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง IPO Underpricing และคุณภาพของบริษัท เนื่องจากการที่บริษัทกำหนดราคาหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพของบริษัท ซึ่ง IPO Underpricing วัดจากผลตอบแทนวันแรก ส่วนคุณภาพของบริษัทวัดจากการเติบโตของยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) และกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Income before extraordinary items) ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับยอดขาย (Sales) กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
Garfinkel (1993)	บริษัทที่มีการทำ IPO Underpricing สูง ไม่ได้มีผลตอบแทนวันแรกจากการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) สูง ทั้งที่มีการรับรู้ข้อมูลภายใน ซึ่งเปรียบเสมือนกับการได้รับสัญญาณ (Signal) จากบริษัทถึงคุณภาพของบริษัท จึงหมายความว่า IPO Underpricing ไม่มีความสัมพันธ์กับทฤษฎีการส่งสัญญาณ
Roni and Wayne (1994	ผลการดำเนินงานของบริษัทและอัตราการจ่ายเงินปันผลภายหลังจากการออกหุ้น IPO ด้วยราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นมีแนวโน้มลดลง ซึ่งแสดงว่า IPO Underpricing ไม่ได้เป็นการส่งสัญญาณของคุณภาพบริษัท

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้เขียน	คำจำกัดความ
Jegadeesh, Weinstein and Welch (1991)	ความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการส่งสัญญาณกับการ IPO Underpricing นั้นไม่ชัดเจน เนื่องจากผลการศึกษาของงานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนในช่วงที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชน (IPOs) หรือผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Return) สูง แต่ผลตอบแทนภายหลังนั้นกลับลดลง จึงเป็นการบ่งชี้ว่าผลตอบแทนเริ่มแรกไม่สามารถนำมาใช้เพื่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตภายหลังที่บริษัทเสนอขายหุ้นสามัญครั้งแรกแก่สาธารณชนได้

2.8 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรกต่ำกว่ามาตรฐาน (IPO Underprincing)

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องมีนักวิจัยหลายท่านชี้ให้เห็นว่าอาจจะมีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ที่ถูกอ้างอิงถึงนั้น ผลการศึกษาในอดีตได้ระบุถึงความสัมพันธ์ของแต่ละปัจจัยมีอิทธิพลในทิศทางที่หลากหลายแตกต่างกันออกไป โดยงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เลือกศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในงานวิจัยนี้การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน (Underpricing) มีปัจจัยที่เป็นตัววัดมี 2 ด้าน ได้แก่ ด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นและด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.8.1 ด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น พบว่าลักษณะด้านปัจจัยภายนอกมีหน้าที่ดำเนินการในการรับผิดชอบต่อการ

วางแผนระบบการเงินและการบัญชีของบริษัท รวมทั้งการกำกับดูแลให้การบริหารจัดการเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้เพื่อให้เกิดกำไรในการบริหารงานอย่างสูงสุด รวมทั้ง คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกส่วนและสังคมโดยข้อมูลที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี (Audit) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญซึ่งจะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART ดังนั้นกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นจึงเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งของบริษัทเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพและประสิทธิภาพของบริษัทและความมั่นคง ความถูกต้อง ความครบถ้วนของข้อมูลทางการเงินเพื่อช่วยให้นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของบริษัท โดยนักลงทุนจะให้ความเชื่อถือบริษัทที่ดีมีคุณภาพจะสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จึงอาจจะทำให้การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ลดลง ซึ่งพบได้ในการศึกษาของ Baron and Holmstrom (1980) , Beatty and Ritter (1986) , Koh and Walter (1989) , Carter et al.(1998), Megginson and Weiss (1991),Welch and Ritter (2002), Ljungqvist (2006), Zhang et al.(2007), Anis (2010), Martani et al.(2012),Welch (1989) Chemmanur (1993)

ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้จะพิจารณาลักษณะด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น 6 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ซึ่งได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี (Audit)ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ด้านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter : UDW)

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO โดยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด หรืออาจให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์พยายามจำหน่ายให้มากที่สุดก็ได้ ทั้งนี้ข้อตกลงระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการทำหน้าในการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และBeatty and Ritter (1985) กล่าวว่า underwriter มีหน้าที่ที่จะตั้งราคาที่จุดดุลยภาพระหว่างทั้งนักลงทนและบริษัทผู้ออกหุ้น IPO หาก underwriter ตั้งราคาผิดพลาดก็จะทำให้เกิดสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด จึงอาจสรุปได้ว่า underwriter ที่มีส่วนแบ่งตลาดที่สูงก็อาจจะเป็นผู้ที่สามารถตั้งราคา

ได้อย่างเหมาะสมมากที่สุด เพราะหากตั้งราคาต่ำเกินไปก็จะไม่มีบริษัทผู้ต้องการออกหุ้น มาจัดจ้าง เพราะได้รับเงินทุนต่ำเกินไป แต่หากตั้งราคาสูงเกินไปก็จะเกิดความเสี่ยงที่จัดจำหน่ายได้ไม่หมด ทำให้ต้องแบกรับหนี้ดังกล่าวไว้เอง โดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นสิ่งสำคัญในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จะออกหลักทรัพย์ IPO ซึ่งชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถใช้ส่งสัญญาณที่ดีให้กับนักลงทุนได้ Carter & Manaster, (1990) ,Rock (1986)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพ เพราะการมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงดีอยู่แล้วจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากผลงานที่ผ่านมาของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งหมายถึงการใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตและจะเห็นว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO แต่ในงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานจึงได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter of Quantity : UDQ)

จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีความสำคัญกับการจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ซึ่ง Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่าจำนวน underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วย ลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO ได้นั่นเอง หรืออาจจะอธิบายได้ว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งมากขึ้น ทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้ และบางบริษัทมีจำนวนหุ้นที่มาก จึงไม่สามารถใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้เพียงรายเดียว เพราะเสี่ยงต่อการที่หลักทรัพย์นั้นจะขายไม่หมด การเพิ่มจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงเป็นเสมือนการเพิ่มโอกาสในการขายให้แก่บริษัท และยังส่งผลดีต่อบริษัททางด้านชื่อเสียงเพราะเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อย่างมีคุณภาพโดย Chemmanur and Fulghieri (1994) พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรข้อมูลได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Carter and Manater (1990) ที่พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลด initial return ได้โดยที่ Carter and Manater (1990) และ Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วย ลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO ได้นั่นเอง หรืออาจจะอธิบายได้ว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งมากขึ้น ดังนั้น จะเห็นได้ว่าหากพิจารณาคุณภาพของ underwriter ซึ่งเป็นเหมือนผู้คัดกรองหุ้นที่จะเขาสู่ตลาดทุนผ่านการกำหนดราคาให้เหมาะสมที่สุด

นั้นจะพิจารณาเพียงแต่ initial return ก็อาจจะไม่เพียงพอเพราะจากที่กล่าวมาข้างต้นว่ามีหลายสมมติฐานที่ได้อธิบายถึงเหตุการณ์ initial return ซึ่ง ไม่ได้มีเฉพาะชื่อเสียงของ underwriter ทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้ ทำให้ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisorsy : FA)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กล่าวถึง การเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรกที่บริษัทจะต้องทำหลังจากการตัดสินใจที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถหาข้อมูลและดูผลงานของที่ปรึกษาทางการเงินได้ที่ Website ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และบริษัทควรเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจของท่านและมีเวลาที่จะให้บริการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินที่เป็นผู้นำระดับแนวหน้าสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเนื่องจากชื่อเสียง ความรู้ประสบการณ์ในการทำงาน (Bowers & Miller ,1990) และการศึกษาของ Bowers and Miller (1990) พบว่า การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Golubov (2012) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง (พิมพิศา พรหมมา, 2560)

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงความรู้ ประสบการณ์ในการทำงานที่ดีมีคุณภาพสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพจึงเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่ดี มีคุณภาพในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพราะการมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากผลงานที่ผ่านมาของที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งหมายถึงการใช้ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะช่วยให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือลดความไม่แน่นอนในอนาคตและจะเห็นว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPOแต่ในงานวิจัยครั้งนี้คาดการณ์ว่าที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานจึงได้

ตั้งสมมติฐานไว้ว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor : AD)

รายงานทางการเงินถือเป็นข้อมูลสำคัญที่แสดงถึงฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดทุน อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน และยังมีส่วนช่วยในการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ตลาดทุนไทยด้วย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์จึงได้ให้ความสำคัญในการกำกับดูแลและพัฒนาคุณภาพของรายงานทางการเงิน เพื่อให้รายงานทางการเงินที่กิจการในตลาดทุนเปิดเผยต่อสาธารณะ เป็นข้อมูลที่ถูกต้อง โปร่งใส เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน และสอดคล้องกับมาตรฐานสากล ซึ่งตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึง การใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตได้ Beatty (1989) , Carter & Manaster (1990), Zhang (2007) สำหรับประเทศไทยเพื่อเป็นการยกระดับคุณภาพและความน่าเชื่อถือของระบบการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและผู้สอบบัญชีในตลาดทุน อันเป็นการเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดทุนไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมุ่งเน้นที่จะสนับสนุนให้ผู้สอบบัญชีในตลาดทุนไทยให้ความสำคัญกับการควบคุมคุณภาพงานสอบบัญชีทั้งในระดับสำนักงานและคุณภาพของแต่ละงานสอบบัญชี โดยกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้ความเห็นชอบและกำกับดูแลคุณภาพงานของผู้สอบบัญชีทั้งในระดับสำนักงานสอบบัญชีและระดับรายบุคคล ดังนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องรวมทั้งให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ออกหลักทรัพย์ IPO โดยจะต้องดำเนินการและเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้สอบทานบัญชี ติดตามตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ในทุกๆไตรมาสเพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing)

ดังนั้น ผู้ตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพจะสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึงการใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตจะเห็นว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IPO Period : IP)

Benveniste and Spindt (1989) ระบุว่าราคาหุ้น IPO ที่มีการซื้อขายกันในตลาดรองจะขึ้นกับข้อมูลที่นักลงทุนได้รับเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกและภาวะของนักลงทุน (Investor Sentiment) ในขณะนั้นซึ่งสนับสนุน Derrien and Womack (2003) ที่กล่าวว่าลักษณะของนักลงทุนรายย่อยมีความใกล้เคียงกับลักษณะของ Noise trader และกลุ่มนักเก็งกำไร (Speculators) ซึ่งหากตลาดทุนมีนักลงทุนกลุ่มดังกล่าว จำนวนมาก จะทำให้ภาวะของตลาดมีความสัมพันธ์กับระดับการ Underpriced มากเช่นกัน เพราะนักลงทุนกลุ่มดังกล่าวมีพฤติกรรมการลงทุนโดยอิงจากสภาพตลาดโดยรวม หากมีมุมมองต่อตลาดในเชิงบวกหรือตลาดอยู่ในขาขึ้น ก็จะยินดีจ่ายซื้อในราคาที่สูงขึ้น แม้ราคาหุ้นดังกล่าวที่ซื้อขายในตลาดจะอยู่ในระดับสูงก็ตาม ทำให้พฤติกรรมของนักลงทุนเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ถูกนำมาอธิบาย ปรากฏการณ์ underpricing ในตลาดหุ้นที่มีนักลงทุนรายย่อยเป็นจำนวนมาก

สำหรับตลาดหุ้นไทย Jaroen jitrkam (2003) พบว่า hot Issue Market เป็นภาวะที่เกิดขึ้น ในตลาดหุ้นไทยในอดีต ลักษณะผลตอบแทนของหุ้น IPO ไทยมีลักษณะเป็นวงจรและพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างภาวะตลาดที่มีทิศทางขาขึ้นกับระดับการ Underpricedของหุ้น IPO และนักลงทุนนิยมลงทุนในช่วงดังกล่าวเช่นกัน เนื่องจากได้รับผลตอบแทนที่สูงจากระดับการ Underpriced ที่สูง ดังนั้น Loughran et al (1994) จึงระบุว่าช่วงระยะเวลาในการออกหุ้น IPO เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่บริษัทควรนำมาพิจารณาในการออก IPO เพราะมีความสัมพันธ์กับระดับการ Underpriced การกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) นั้น ช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปถือว่ามีความสำคัญเป็นอย่างมากในการดำเนินงาน เพราะในแต่ละช่วงเวลาแต่ละไตรมาสนั้น จะมีเหตุการณ์ต่างๆ ภายในประเทศภายนอกประเทศที่แตกต่างกัน ส่งผลต่อทิศทางราคา ซึ่งอาจจะมีผลมาจากเหตุการณ์ต่างๆ อาทิ เหตุการณ์ทางการเมือง เหตุการณ์ภัยพิบัติทางธรรมชาติ เหตุการณ์สวรรคตของรัชกาลที่ ๙ เป็นต้น ทำให้ผู้วิจัยได้

ตั้งสมมติฐานว่าช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)

วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (Pricing Initial Public Offering Stocks: PR)

การกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินอธิบายว่ามูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินก็คือมูลค่าปัจจุบันที่มาจากการคิดลดกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากสินทรัพย์นั้น (Keown, Martin, Petty and Scott. 2005: 234) โดยดูจากการกำหนดราคาแบบ Book-buiding และ Forward P/E หากหุ้นสามัญถูกตั้งราคาที่มูลค่าตามสูตรซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากหุ้นแล้ว ราคาซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ในวันแรกก็ไม่ควรเพิ่มขึ้นสูงกว่าราคาที่ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายให้ลูกค้าของตนมากอย่างมากและมีนัยสำคัญทางสถิติทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2.4 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Chemmanur and Fulghieri (1994)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรข้อมูลได้
Bowers and Miller (1990)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Lu and Liu (2016)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน จำนวน 1,381 บริษัท	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ที่มีพันธมิตรจำนวนมาก จะสร้างความได้เปรียบในการเป็นตัวกลาง และการรักษาความสัมพันธ์กับสมาชิกหลักมีความเกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน ผลกระทบจากเครือข่ายจะมีความแตกต่างเนื่องจากชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์
Martani et al.(2012)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียสำหรับบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต	ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ต่ำกว่ามาตรฐาน และส่วนปัจจัยอื่น เช่น ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี อายุของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน
Golubov(2012)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ	บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Anis(2010)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส จำนวน 133 บริษัท	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน อาจเนื่องจากผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงได้รับประโยชน์จากชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไปเพิ่มค่าธรรมเนียมของบริษัทที่สูงขึ้นของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์
Suchard and Singh (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศออสเตรเลียและประเทศอังกฤษจำนวน 422 บริษัท	รัฐวิสาหกิจของออสเตรเลียมีตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานน้อยกว่าบริษัทเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งตรงกันข้ามกับรัฐวิสาหกิจของประเทศอังกฤษที่มีตั้งราคาต่ำกว่ามาตรฐานมากกว่าบริษัทเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ
Zheng (2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 3,879 บริษัท	ชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชีจะเพิ่มการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐาน และแสดงว่าผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor) ที่ดีจะถือว่าเป็นสัญญาณที่ดีช่วยเพิ่มมูลค่าของหุ้นในตลาด

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Carter and Manaster (1990)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่าย ของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
Bowers and Miller (1990)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์
Beatty (1989)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่เสนอขาย อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และประเภทของอุตสาหกรรมจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO
Beatty and Ritter (1986)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,028 บริษัท	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีหน้าที่ที่จะตั้งราคาที่จุดดุลยภาพระหว่างทั้งนักลงทนและบริษัทผู้ออกหุ้น IPO หาก underwriter ตั้งราคาผิดพลาดก็จะทำให้เกิดสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด โดยชื่อเสียงของผู้สอบบัญชี ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนหุ้นที่เสนอขาย อายุของบริษัท ประเภทของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และประเภทของอุตสาหกรรมจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Rock (1986)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดีจึงช่วยลดระดับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานได้
Benveniste and Spindt (1989)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ระบุว่าราคาหุ้น IPO ที่มีการซื้อขายกันในตลาดรองจะขึ้นกับข้อมูลที่นักลงทุนได้รับเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกและภาวะของนักลงทุน (Investor Sentiment)
Derrien and Womack (2003)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส	พบว่าบริษัทส่วนใหญ่นิยมออกหุ้น IPO ในช่วงที่ตลาดอยู่ในขาขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมีมุมมองที่ดีต่อตลาด ซึ่งอาจจะเป็นมุมมองที่ดีเกินไป (Overoptimistic) ประกอบกับ คำแนะนำจากนักวิเคราะห์ ทำให้นักลงทุนมองว่า ภาวะตลาดอยู่ในทิศทางขาขึ้น จึงกล้าลงทุนซื้อขายหุ้น ที่มีระดับราคาที่สูงหรืออาจสูงกว่าปกติได้เช่นกัน

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่าผู้เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดีและเหมาะสมสามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและความน่าเชื่อถือของงบการเงินในมุมมองของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่าด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นIPO โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทฤษฎีการส่งสัญญาณ และทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการอธิบายผลตอบแทนจากการ

ลงทุนในหุ้น IPOการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกและแนวคิดช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานด้านด้านกลไกภายนอกกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

H1a : ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1b : จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1c : ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1d : ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1e : ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H1f : วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.8.2 ด้านกลไกภายในที่มีมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น พบว่าลักษณะด้านปัจจัยภายในการประกอบธุรกิจสิ่งสำคัญอย่างมากสำหรับผู้ประกอบการ คือ ระบบบัญชีและงบการเงินของบริษัทเป็นสิ่งที่ควรศึกษาและเรียนรู้เพราะจะทำให้ผู้ประกอบการรู้ผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้ และนอกจากนี้งบการเงินของบริษัทสามารถนำมาวิเคราะห์เพื่อประเมินสภาพคล่องหรือประเมินคุณภาพผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทและสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ข้อมูลของงบการเงินที่รายงานในหนังสือชี้ชวนจะเป็นข้อมูลงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ซึ่งข้อมูลเหล่านี้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพและประสิทธิภาพความสามารถในการทำกำไรและเพื่อเป็นการเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับหลักทรัพย์ IPO ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และนักลงทุนอาจจะใช้ข้อมูลในของงบการเงินเหล่านี้ในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ IPO เพราะบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่มีข้อมูลสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต ดังนั้นอาจทำให้เกิดความไม่เท่าเทียม

กันของข้อมูลระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO กับนักลงทุนและบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งข้อมูลของงบการเงินที่เปิดเผยในหนังสือชี้ชวนจะช่วยส่งสัญญาณให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลสามารถรับรู้ข้อมูลได้จากการเปิดเผยข้อมูลของงบการเงินย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่กล่าวว่า ปัจจัยทางด้านข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากหนังสือชี้ชวนใช้เป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งในการสื่อถึงผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสามารถวัดได้จาก สินทรัพย์รวม กำไรจากการดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดถูกคำนวณมาจากค่าเฉลี่ยที่ได้จากงบการเงินสองรอบบัญชีล่าสุดก่อนที่บริษัทจะออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al.2013) และนอกจากนี้ Hasan กล่าวเพิ่มเติมว่าคุณภาพของข้อมูลของรายงานทางการเงินในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ยังคงเป็นที่สงสัยมาตลอดโดยมองว่าทัศนคติของนักบัญชีและผู้ตรวจสอบบัญชีในประเทศอินโดนีเซีย

จากการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นั้นเป็นสิ่งที่แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการบริหารและทำกำไรกลับมาจากการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้เติบโตขึ้นได้ดีมากน้อยแค่ไหนให้กับผู้ถือหุ้น และสำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งเป็นบริษัทที่ต้องการระดมทุนจากนักลงทุนเพื่อใช้ในการขยายตัวของธุรกิจหรือเพื่อการลงทุนเพิ่มเติมให้ธุรกิจเติบโตขึ้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (แบบ 69-1) ที่เกี่ยวกับฐานทางการเงินและผลการดำเนินงานตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งอยู่ในส่วนที่ 3 โดยบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะต้องเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอต่อการตัดสินใจในการลงทุนและไม่มีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด

ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นถือเป็นรายการทางบัญชีรายการหนึ่งที่อยู่ในรายงานทางการเงินที่จะต้องเปิดเผยผลการดำเนินงานที่ผ่านมาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท 3 ปีย้อนหลังก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์สำหรับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งจะเห็นได้ว่าข้อมูลเหล่านี้อาจจะเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่นักลงทุนอาจจะใช้เพื่อประกอบในการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์IPO โดยทำการวัดกำไรจากปัจจัย4 ปัจจัยคือ อัตราส่วนกำไรสุทธิ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไร

จากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายผลกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ได้ (Hasan et al, 2013)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด จึงมีความสำคัญที่ใช้เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพื่อเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งให้นักลงทุนใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit : $G_EBITDA_{return\ 3y}$)

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจอย่างมากเนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่ายเป็นกำไรที่ได้รับจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งค่าใช้จ่ายเหล่านี้ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากต้นทุนทางการเงินหรือดอกเบี้ยต่างๆ หากมีการหาแหล่งเงินทุนใหม่หรือมีดอกเบี้ยลดลงก็จะทำให้ค่าใช้จ่ายตรงส่วนนี้ลดลงและต้นทุนค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้จ่ายออกไปจริงในงบกำไรขาดทุน เนื่องจากมีการลงทุนไว้ตั้งแต่ต้นแล้วเพียงรอเวลาในการตัดค่าเสื่อมราคาให้หมดในทางบัญชี จึงทำให้สามารถรับรู้ผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานจริงของบริษัท

นอกจากนี้การศึกษาของ Hasan et al.(2013) ชี้ให้เห็นว่ากำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งได้แก่ กำไรจากการดำเนินงาน สามารถสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและผลตอบแทนเมื่อปรับด้วยผลตอบแทนของตลาดในระยะแรกได้อย่างเหมาะสม ผลการศึกษานี้ส่วนใหญ่จัดทำขึ้นในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดกำลังพัฒนาและสำหรับประเทศไทยมีการศึกษาการส่งสัญญาณของหลักทรัพย์ IPO ที่ภายหลังได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีการออกหุ้นให้ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นโดยใช้อัตราผลตอบแทนวันแรกเป็นตัววัด พบว่า อัตราการเติบโตของกำไรก่อนภาษี ดอกเบี้ย ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนวันแรกของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่บริษัทมีการตกแต่งกำไรของบริษัท IPO เพื่อที่จะพยายามเข้าสู่ตลาดโดยใช้ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัท IPO และนักลงทุน (ภารตี รัศมี , 2553) และ Zheng et al. (2007) พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่ายมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO โดยกล่าวเพิ่มเติมว่าอัตราการเติบโตของประสิทธิภาพ

ทางบัญชีเป็นเครื่องชี้วัดคุณภาพของบริษัทและบริษัทที่มีคุณภาพสูงจะมีการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานมากกว่าบริษัทที่มีคุณภาพต่ำ

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาดมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Sales growth rate : $SGR_{return3y}$)

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่าองค์ประกอบของการวิเคราะห์ข้อมูลของกำไรในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ อัตราการเติบโตของยอดขายจะเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งซึ่งจะเป็นตัวกำหนดกำไรของบริษัทที่รายงานอยู่ในงบการเงินของบริษัท ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญอย่างมาก ซึ่งสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยสัญชาตญาณนักลงทุนจะมองว่าถ้าบริษัทมีอัตราการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้นก็แสดงว่าบริษัทสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในอนาคตซึ่งวัดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี

จากการศึกษาของ Hasan et al.(2013) ชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน คำนวณมาจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิเป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO และสามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทมีผลมาจากยอดขายของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chung et al. (2005) กล่าวว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO จะมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของสินทรัพย์ของบริษัทและโอกาสในการเติบโตซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐาน พบว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานมีความสัมพันธ์กับโอกาสของการเติบโต

นอกจากนี้ยังพบการศึกษาของ Zheng et al. (2007) พบว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของยอดขาย โดยกล่าว

เพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักฐานที่พบเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีซึ่งมีการกลับรายการบัญชี การบันทึกบัญชีใช้เกณฑ์คงค้างและการตกแต่งกำไรอาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนได้แต่การเติบโตของยอดขายจะเป็นตัววัดกำไรและคุณภาพของบริษัทได้ ทั้งนี้ยังมีการศึกษาในประเทศไทยพบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้นIPO มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้นไอพีโอมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท (ภารตี รัศมี , 2553) (อ้างถึงใน พิมพิศา พรหมมา, 2560)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ IPO ที่แตกต่างกันออกไป แต่ในงานวิจัยครั้งนี้เห็นว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัว (Ownership Structure : OS)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แบ่งโครงสร้างของผู้ถือหุ้นออกเป็น 2 แบบ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ซึ่งกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากรายและแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย ดังนั้นจึงไม่ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงมากพอที่เข้าควบคุมกิจการได้ผู้ถือหุ้นจึงมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย Denis and McConnell (2003) ระบุว่ากิจการมักบริหารงานโดยผู้บริหารมืออาชีพ โครงสร้างลักษณะนี้พบได้ในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดใหญ่เช่น สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ Denis and McConnell (2003) Franks, Mayer,and Wagner, (2006) Franks, Mayer, and Rossi, (2009) ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากทำให้ใช่สิทธิเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Shareholders) และไม่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการกิจการที่มีโครงสร้างลักษณะนี้ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม La Porta, Lopez-de-Silanes,Shleifer, and Vishny (1999), Claessens, Djankov,and Lang (2000), Faccio and Lang (2002), Lins (2003) และ Dyck and Zingales (2004) พบว่าประเทศต่างๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาและอังกฤษมักมีรูปแบบของการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลและภาครัฐเป็นกลุ่มที่พบมากที่สุดกิจการมักถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกของครอบครัวหรือตระกูล

ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีบทบาทสำคัญมากต่อการกำกับดูแลกิจการ Shleifer and Vishny (1997) ระบุว่าปัญหาตัวแทนเกิดจากความขัดแย่งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ Shleifer and Vishny (1986) และ Burkart,Gromb, and Panunzi (1997) แสดงความเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต้องการตรวจสอบผู้บริหาร เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการจึงเกิดแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพกิจการจึงมีกระแสเงินสดเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นทุกรายจึงได้รับผลประโยชน์รวมกัน (Shared Benefits of Control) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน Monitoring Hypothesis นอกจากนี้ Claessens and Fan (2002) อภิปรายว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจควบคุมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้นทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นรายอื่นผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันนี้เป็นไปตามแนวคิดของ Incentives Alignment Hypothesis

ดังนั้นแนวคิดของ Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนผลักดันต่อการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้นในทางตรงกันข้ามShleifer and Vishny (1997) แสดงความเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจนำทรัพยากรและผลกำไรของกิจการไปแสวงหาผลประโยชน์ทำให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมกิจการ (Private Benefits of Control) สร้างความเสียหายต่อผู้ที่มีส่วนได้ส้วนเสียอื่น ผลประโยชน์ที่มีความขัดแย่งกันนี้สอดคล้องกับแนวคิดของ Expropriation/Entrenchment Hypothesis ตามแนวคิดนี้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้มูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยลดลงผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต้อการบริหารกำไร

กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นกระจุกตัวมักมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริง (Ultimate Controlling Owners) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงต้องการมีส่วนแบ่งในสิทธิในการควบคุมสัดส่วนที่สูงมากพอเพื่อให้สามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพหรือใช้อำนาจเข้าบริหารกิจการได้ด้วยตนเอง วิธีการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการคือการถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ (Superior Voting Shares)

จากการศึกษางานวิจัยข้างต้นจะเห็นว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัว อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทรวมถึงอำนาจในการควบคุมกิจการนั้นๆ ได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อ

ราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท (Political relations: POL)

Goldman, Rocholl, & So (2009) กล่าวว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของคณะกรรมการอาจสร้างประโยชน์ให้แก่กิจการได้ เช่น การได้รับรู้สิทธิประโยชน์เกี่ยวกับการกำหนดอัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำกว่าคู่แข่งขัน และอาจได้รับการสนับสนุนจากรัฐในการลดข้อกำหนดกฎระเบียบต่างๆ ที่ออกโดยรัฐบาล เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mobarak and Purbasare (2006) พบว่า บริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงการปกครองของประธานาธิบดีซูนาโต ได้รับประโยชน์จากการลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอากรขาเข้า ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลงนอกจากนี้ Faccio et al. (2006) ได้สนับสนุนมุมมองนี้ว่า กิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้นจะได้อัตราภาษีที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนในการดำเนินงานนั้นต่ำลง

จากที่กล่าวมาความสัมพันธ์ทางการเมืองระหว่างกิจการกับนักการเมืองจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจ ทั้งในแง่ที่กิจการได้รับประโยชน์จากความสัมพันธ์ทางการเมือง และในแง่การทา ให้เกิด ต้นทุนทางการเมือง สำหรับประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา และมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัวและถือหุ้นในลักษณะของกลุ่มครอบครัว ความสัมพันธ์ทางการเมืองอาจส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการ จากการศึกษางานวิจัยจะเห็นว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท อาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพประสิทธิภาพของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับรัฐ หรือทางการเมือง รวมถึงอำนาจในการควบคุมกิจการนั้นๆ ได้ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor : IA)

Brown (1983) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ผู้สอบบัญชีของสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญในการพิจารณาความน่าเชื่อถือของการปฏิบัติงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน พบว่า ปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานและปัจจัยด้านคุณภาพของงานตรวจสอบภายในในปีที่ผ่านมานั้นมีผลต่อการเชื่อถือในผลงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน นอกจากนี้ Margheim (1986) พบว่า ปัจจัยด้านความรู้ความสามารถและผลการปฏิบัติงานของผู้ตรวจสอบภายในนั้นส่งผลต่อความเชื่อมั่นในผลงานของผู้ตรวจสอบภายใน ในขณะที่ปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานนั้นไม่ส่งผล โดยพบว่าในทางปฏิบัติผู้สอบบัญชีจะลดชั่วโมงหรือระยะเวลาการสอบบัญชีลง เมื่อผู้สอบบัญชีนั้นมีความเชื่อถือในผลงานการ

ตรวจสอบภายในที่จัดทำขึ้นโดยผู้ตรวจสอบภายในที่มีความรู้และความสามารถสูง แต่ไม่พบว่ามีการลดชั่วโมงหรือระยะเวลาการสอบบัญชีลง เมื่อผลงานการตรวจสอบภายในจัดทำขึ้นโดยผู้ตรวจสอบภายในที่มีความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานสูง และงานวิจัยของ Schneider (1985) ที่ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ระหว่างความมีประสิทธิผลในการปฏิบัติงานของหน่วยงานตรวจสอบภายในกับระดับการพิจารณาใช้ผลงานผู้ตรวจสอบภายในของผู้สอบบัญชีพบว่า การที่ผู้ตรวจสอบภายในมีความรู้ความสามารถสูงและมีคุณภาพของผลงานตรวจสอบภายในที่ดีนั้น จะส่งผลให้ผู้สอบบัญชีทำการลดและปรับเปลี่ยนระยะเวลาในการสอบบัญชีMessier and Schneider (1988) ชี้ให้เห็นว่าปัจจัยด้านความรู้ความสามารถนั้นเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุด ตามด้วยปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมและปัจจัยด้านผลการปฏิบัติงานจากการศึกษางานวิจัยจะเห็นว่า ผู้ตรวจสอบภายในอาจจะใช้เป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพประสิทธิภาพของบริษัทที่มีคุณภาพและมีความน่าเชื่อถือ ทำให้สามารถตั้งสมมติฐานไว้ว่า ผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 2.5 ดังนี้

ตารางที่ 2.5 สรุปรายละเอียดงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านกลไกภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
La Porta, Lopez-de-Silanes,Shleifer, and Vishny (1999), Claessens, Djankov,and Lang (2000), Faccio and Lang (2002), Lins(2003) และ Dyck and Zingales (2004)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ	พบว่าประเทศต่างๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาและอังกฤษมักมีรูปแบบของการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลและภาครัฐเป็นกลุ่มที่พบมากที่สุดกิจการมักถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกของครอบครัวหรือตระกูล ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีบทบาทสำคัญมากต่อการกำกับดูแลกิจการ
Goldman, Rocholl, & So (2009)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ความสัมพันธ์ทางการเมืองต่อคณะกรรมการอาจสร้างประโยชน์ให้แก่กิจการได้ เช่น การได้รับรู้ สิทธิประโยชน์เกี่ยวกับการกำหนดอัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำกว่าคู่แข่งขัน และอาจได้รับการสนับสนุนจากรัฐในการลดข้อกำหนดกฎระเบียบต่างๆ ที่ออกโดยรัฐบาล
Mobarak andPurbasare (2006)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย	บริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงการปกครองของประธานาธิบดีซูนาโต ได้รับประโยชน์จากการลด ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอากรขาเข้า ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง และกิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้นจะได้อัตรา ภาษีที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนในกาดำเนินงานนั้นต่ำลง

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Hasan et al.(2013)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 71 บริษัท	การกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับตัวแทนของความเสี่ยงด้านการเงิน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแทนของกำไรในอดีตและความมั่นคงของบริษัท
Zheng and Stangeland(2007)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 3,879 บริษัท	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของยอดขายและกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (EBITDA) ภายหลังช่วง IPO แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของกำไรสุทธิ
Yatim (2011)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย จำนวน 385 บริษัท	หนึ่งในตัวแปรควบคุม อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย
ภารตี รัศมี , 2553	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย จำนวน 385 บริษัท	อัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้นIPO มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้นไอพีโอมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ผลการศึกษา
Chung,Li,and Yu (2005)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 1,547 บริษัท	การกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์กับส่วนของราคาเสนอขายหลักทรัพย์ IPO ที่มาจากมูลค่าปัจจุบันของโอกาสในการเติบโต
Burkart,Gromb, and Panunzi (1997)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น	แสดงความเห็นว□าผู□ถือหุ□นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต□องการตรวจสอบผู□บริหารเนื่องจากผู□ถือหุ□นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีสิทธิเรียกร□องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการจึงเกิดแรงจูงใจตรวจสอบผู□บริหารเพื่อให□ผู□บริหารปฏิบัติงานอย□างมีประสิทธิภาพกิจการจึงมีกระแสเงินสดเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นผู□ถือหุ□นทุกรายจึงได□รับผลประโยชน□ร□วมกัน
Claessens and Fan (2002)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทวีปเอเชีย	ผู□ถือหุ□นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจควบคุมการใช□ทรัพยากรให□เกิดประโยชน์ต□อกิจการเพื่อให□มูลค□าหลักทรัพย□ของกิจการเพิ่มสูงขึ้นทำให□ผลประโยชน□ของผู□ถือหุ□นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ
Margheim (1986)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา	ปัจจัยด้านความรู้ความสามารถและผลการปฏิบัติงานของผู้ตรวจสอบภายในนั้นส่งผลต่อความเชื่อมั่นในผลงานของผู้ตรวจสอบภายใน

กล่าวโดยสรุปงานวิจัยส่วนมากจะชี้ให้เห็นว่าผู้เกี่ยวข้องกับกลไกภายในที่สามารถใช้เป็นสัญญาณเพื่อจะสื่อถึงคุณภาพของบริษัทและความน่าเชื่อถือของงบการเงินในมุมมองของนักลงทุนได้เป็นอย่างดี ดังนั้นการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่าด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น IPO โดยตั้งสมมติฐานตามงานวิจัยที่อ้างอิงแนวคิดการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering : IPO) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแนวคิดความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทแนวคิดของโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ได้ตั้งสมมติฐานด้านกลไกภายในกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งมีรายละเอียดสามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

H2a : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2b : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2c : อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2d : สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2e : ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทช่วงเวลามีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2f : ผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

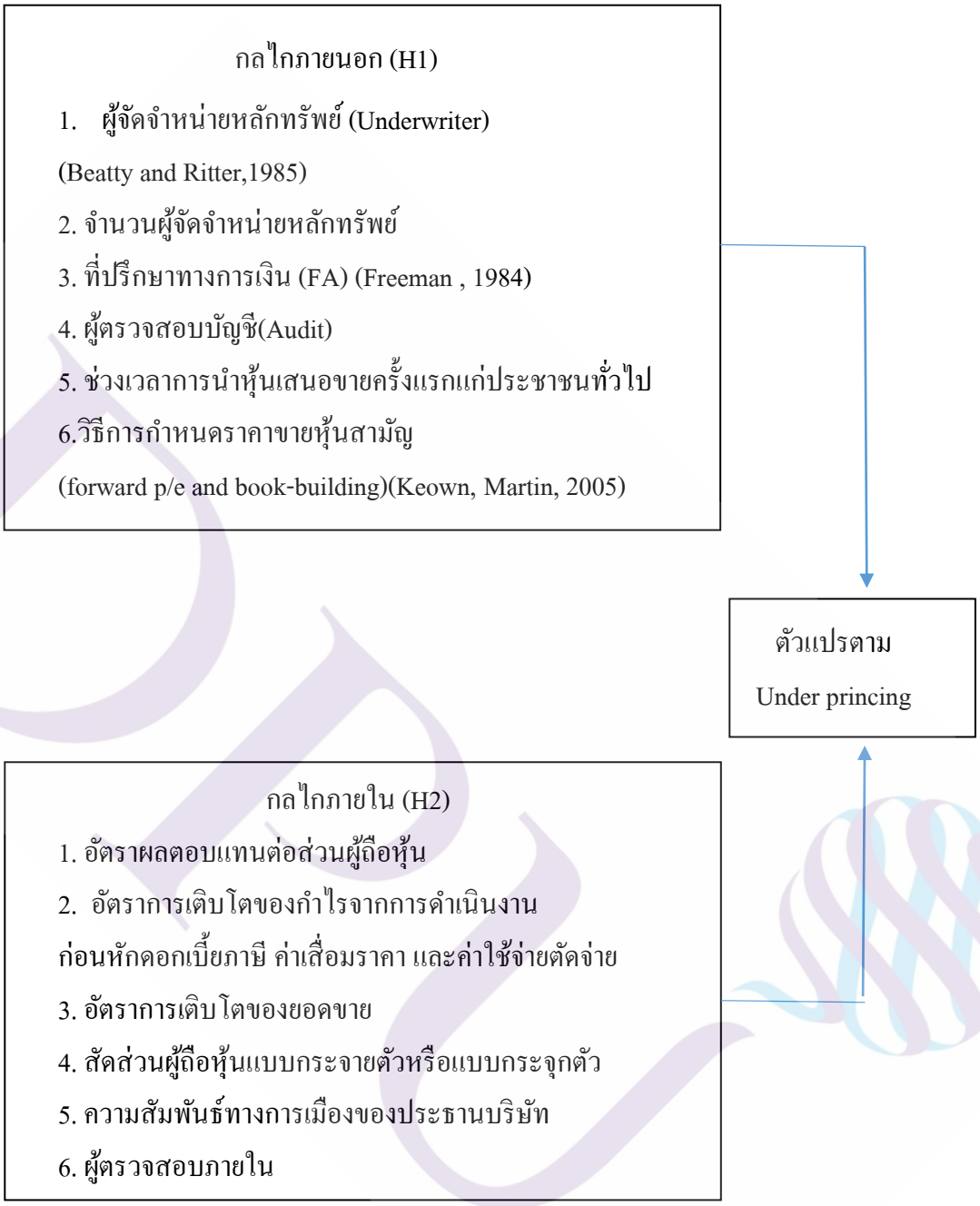
2.9 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาสมมติฐานที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยสามารถสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังภาพที่ 2.4 โดยจากภาพที่ 2.4 จะแสดงถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้สามารถแบ่งออกเป็น 2 ด้าน ดังนี้

1. ด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี(Audit)ช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ

2. ด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทและผู้ตรวจสอบภายใน

แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดการวิจัยคือสภาวะตลาดทางเศรษฐกิจและสถานการณ์ต่างๆภายในประเทศที่ไม่สามารถควบคุมได้ การบริหารความเสี่ยงภายในองค์กร รวมทั้งการส่งเสริมการขายและพฤติกรรมส่วนบุคคลของ CEO โดยรายละเอียดของระเบียบวิธีวิจัย ผลการวิเคราะห์ การอภิปรายและสรุปผล จะกล่าวถึงในลำดับต่อไป



ภาพที่ 2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย

บทที่ 3
ระเบียบวิธีวิจัย

บทนี้จะกล่าวถึงการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งผู้วิจัยได้กำหนดประชากร เครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก มีจำนวน 81 บริษัท โดยแบ่งเป็นประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) ประกอบด้วย ธุรกิจการเกษตร (AGRI) และอาหารและเครื่องดื่ม (FOOD)

2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) ประกอบด้วย แฟชั่น (FASHION) ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน (HOME) และของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ (PERSON)

3.กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FIN) ประกอบด้วย ธนาคาร(Banking)เงินทุนและหลักทรัพย์(Finance & Securities) และ ประกันภัยและประกันชีวิต(Insurance)

4. กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) ประกอบด้วย ยานยนต์ (AUTO) วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร (IMM) กระดาษและวัสดุการพิมพ์ (PAPER) ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (PETRO) บรรจุภัณฑ์ (PKG) เหล็ก (STEEL)

5. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) ประกอบด้วย วัสดุก่อสร้าง (CONMAT) พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (PROP) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (PF & REIT) บริการรับเหมาก่อสร้าง (CONS)

6. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) ประกอบด้วย พลังงานและสาธารณูปโภค (ENERG) เหมืองแร่ (MINE)

7. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) ประกอบด้วย พาณิชย์ (COMM) การแพทย์ (HELTH) สื่อและสิ่งพิมพ์ (MEDIA) บริการเฉพาะกิจ (PROF) การท่องเที่ยวและสันทนาการ (TOURISM) ขนส่งและโลจิสติกส์ (TRSNS)

8. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) ประกอบด้วย ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (ETRON) เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (ICT)

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	13 บริษัท	16.05
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	4 บริษัท	4.94
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FIN)	6 บริษัท	7.41
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	12 บริษัท	14.81
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	11 บริษัท	13.58
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC)	13 บริษัท	16.05
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ(SERVICE)	20 บริษัท	24.70
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	2 บริษัท	2.46
รวม	81 บริษัท	100.00

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่มอุตสาหกรรมมีจำนวน 81บริษัท และสาเหตุการเลือกปีที่เริ่มต้นการเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นปี พ.ศ.2557 เนื่องจากในปี พ.ศ.2557 เป็นปีที่ประเทศไทย มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองซึ่งจะเห็นได้ว่ามีการยึดอำนาจจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ

(คสช.) และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยในวงกว้าง ทำให้เกิดนโยบายทางเศรษฐกิจต่างๆอย่างมากมาย จนถึงช่วงปี 2561 โดยแบ่งเป็นกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 มีจำนวน 81 บริษัท สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2557	17
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2558	22
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2559	12
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2560	22
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 2561	8
รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	81 บริษัท

3.2 เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยลักษณะของข้อมูลที่ต้องการ คือ ข้อมูลเชิงปริมาณซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่างๆ ที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ โดยแหล่งข้อมูลที่ใช้ศึกษามีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. ด้านกลไกภายนอกที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 6ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี(Audit)ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปและวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญจากหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART และเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.set.or.th)

2. ด้านกลไกภายในที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยที่อาจจะมีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท และผู้ตรวจสอบภายในจากหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART และเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.set.or.th)

3.3 การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล

การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก(IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เครื่องมือเพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิผู้วิจัยได้มีการทบทวนวรรณกรรม และสร้างสมมติฐาน เพื่อนำไปสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย โดยรายละเอียดของตัวแปรมีดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependence Variables)

ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก(IPO Underpricing) ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) โดยการประเมินราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าผลตอบแทนตลาด

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ตัวแปรอิสระในการวิจัยครั้งนี้แบ่งออกเป็นตัวแปร ด้านปัจจัยภายนอกที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบต่อราคาหุ้น ด้านปัจจัยภายในที่เกี่ยวข้องผลกระทบต่อราคาหุ้น และด้านปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ด้านกลไกภายนอกซึ่งมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรลักษณะด้านปัจจัยภายนอกมีหน้าที่ดำเนินการในการรับผิดชอบต่อการวางแผนระบบการเงินและการบัญชีของบริษัท รวมทั้งการกำกับดูแลให้การบริหารจัดการเป็นไปตามเป้าหมายที่วางไว้เพื่อให้เกิดกำไรในการบริหารงานอย่างสูงสุด รวมทั้ง คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกส่วนและสังคมโดยข้อมูลที่เกี่ยวข้องซึ่งจะมีการเปิดเผยในหนังสือชี้ชวนของบริษัทในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือ SETSMART ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรด้านผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter : UDW)

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ IPO โดยที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด หรืออาจให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์พยายามจำหน่ายให้มากที่สุดก็ได้ ทั้งนี้ข้อตกลงระหว่างบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์และผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ในการทำหน้าในการจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และ Beatty and Ritter (1985) กล่าวว่าว่า underwriter มีหน้าที่ที่จะตั้ง ราคาที่จุดดุลยภาพระหว่างทั้งนักลงทุนและบริษัทผู้ออกหุ้น IPO หาก underwriter ตั้งราคาผิดพลาดก็จะทำให้เกิดสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาด จึงอาจสรุปได้ว่า underwriter ที่มีส่วนแบ่งตลาดที่สูงก็อาจจะเป็นผู้ที่สามารถตั้งราคาได้อย่างเหมาะสมมากที่สุด เพราะหากตั้งราคาต่ำเกินไปก็จะไม่มีบริษัทผู้ต้องการออกหุ้น มาจัดจ้างเพราะได้รับเงินทุนต่ำเกินไป แต่หากตั้งราคาสูงเกินไปก็จะเกิดความเสี่ยงที่จัดจำหน่ายได้ไม่หมด ทำให้ต้องแบกรับหนี้ดังกล่าวไว้เอง โดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นสิ่งสำคัญในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จะออกหลักทรัพย์ IPO ซึ่งชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามารถใช้ส่งสัญญาณที่ดีให้กับนักลงทุนได้ (Carter &Manaster,1990 ;Rock, 1986) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จัดอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกและอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

โดยกำหนดให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5 อันดับแรก คือ

1. บริษัท หลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท หลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท หลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

ตัวแปรด้านจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter of Quantity : UDQ)

บริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทที่ต้องการกระจายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไป โดยบริษัทหลักทรัพย์รายหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่ง ทำข้อตกลงในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และรับเอาหลักทรัพย์ที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งออกมาเสนอขายต่อประชาชน ทั้งนี้ บริษัทผู้จัดจำหน่ายอาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ทั้งหมด หรืออาจให้ผู้จัดจำหน่ายพยายามจำหน่ายให้มาก

ที่สุดก็ได้ หรือในกรณีที่บริษัทจะออกหุ้นใหม่โดยให้สิทธิจองซื้อแก่ผู้ถือหุ้นเดิม บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจทำข้อตกลงให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รับซื้อหลักทรัพย์ที่เหลือเพราะไม่มีผู้ใช้สิทธิเพื่อนำไปขายต่อก็ได้ ซึ่งจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีความสำคัญกับการจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นอย่างมาก ซึ่ง Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่าจำนวน underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วย ลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO ได้นั่นเอง หรืออาจจะอธิบายได้ว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งมากขึ้น ทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้ และบางบริษัทมีจำนวนหุ้น ที่มาก จึงไม่สามารถใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้เพียงรายเดียว เพราะเสี่ยงต่อการที่หลักทรัพย์นั้นจะขายไม่หมด การเพิ่มจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงเป็นเสมือนการเพิ่มโอกาสในการขายให้แก่บริษัท และยังส่งผลดีต่อบริษัททางด้านชื่อเสียงเพราะเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อย่างมีคุณภาพโดย Chemmanur and Fulghieri (1994) พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรข้อมูลได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Carter and Manater (1990) ที่พบว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะสามารถช่วยลด initial return ได้โดยที่ Carter and Manater (1990) และ Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO ได้นั่นเอง หรืออาจจะอธิบายได้ว่า underwriter ที่มีชื่อเสียงสามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งมากขึ้น ทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้ ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีเพียงรายเดียว และให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีมากกว่าหนึ่งราย

ตัวแปรด้านที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisory : FA)

ในต่างประเทศโดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินจะมีบทบาทที่สำคัญมาก ในการสร้างความมั่งคั่งและมั่นคงอย่างยั่งยืนให้กับประชาชน ช่วยสร้างประเทศให้มีความเข้มแข็งทางด้านเศรษฐกิจอย่างแท้จริง ดังนั้น บุคลากรที่จะเป็นที่ปรึกษาทางการเงินได้ ต้องผ่านการเรียนรู้และการอบรมหลักสูตรวิชาชีพนี้ รวมทั้งกรณีให้คำแนะนำหรือบริการสินค้าทางการเงินก็ต้องมีใบอนุญาต จากหน่วยงานกำกับดูแล ไม่ว่าจะเป็นใบอนุญาต ผู้แนะนำการลงทุนหรือผู้วางแผนการลงทุน จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ใบอนุญาต ตัวแทนประกันชีวิตและวินาศภัย จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.) เป็นต้น โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กล่าวถึงการเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรก ที่บริษัทจะต้องทำหลังจากการตัดสินใจที่จะเข้าจดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และควรเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจของท่านและมีเวลาที่จะให้บริการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) และจากงานวิจัยของ Bowers & Miller ,1990 ; Golubov, (2012) กล่าวว่า บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพ ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีที่ปรึกษาทางการเงินจัดอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกและอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

โดยกำหนดให้ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisory) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5 อันดับแรก คือ

1. บริษัท หลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน)
2. บริษัท หลักทรัพย์ กสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
3. บริษัท หลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน)
4. บริษัท หลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
5. บริษัท แอสเซท โปร แมเนจเม้นท์ จำกัด

ตัวแปรด้านผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor : AD)

การบริหารการเงินของธุรกิจที่ได้จัดทำขึ้นเพื่อแสดงถึงความสามารถในการดำเนินการของฝ่ายจัดการ และการบันทึกบัญชีที่จัดทำขึ้นก็เพื่อแสดงฐานะของกิจการ ณ วันสิ้นงวดบัญชีให้แก่ผู้เกี่ยวข้องอันประกอบด้วย ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร ฝ่ายจัดการ ผู้ลงทุน ส่วนราชการ ได้ทราบ งบการเงินดังกล่าวจะเป็นการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอหรือไม่นั้นขึ้นอยู่กับการวินิจฉัยของผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ในการตรวจสอบความถูกต้องตามหลักบัญชีที่รับรองโดยทั่วไปกับหลักฐานและเอกสารต่างๆ การสอบบัญชี (Audit) คือ การตรวจสอบสมุดบัญชีของธุรกิจนั้นๆ ตลอดจนเอกสารประกอบการลงบัญชี รวมทั้งหลักฐานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงบัญชีว่าได้ปฏิบัติตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปอย่างถูกต้องหรือไม่ ผู้สอบบัญชี (Auditor หรือ Public Accountant) จะต้องเป็นผู้ขึ้นทะเบียนเป็น “ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต” (Certified Public Accountant) และให้บริการทางด้านการสอบบัญชี ได้แก่ให้คำแนะนำเกี่ยวกับการบัญชี การวางรูปบัญชี การให้คำปรึกษาเกี่ยวกับภาษีอากร ตลอดจนบริการด้านบริหารการเงินอื่นๆ ที่ให้บริการแก่ลูกค้าเฉพาะราย ดังนั้น งานส่วนใหญ่ของผู้สอบบัญชี คือ การสอบบัญชี ซึ่งจะต้องปฏิบัติให้ถูกต้องตามวิธีการตรวจสอบด้านต่างๆ การ

จัดทำรายงานการสอบบัญชี การให้ความเห็นต่องบการเงิน การเปิดเผยข้อมูลให้เพียงพอ ตลอดจนมีความรับผิดชอบต่อความถูกต้องของงบการเงิน

ในการนี้ รายงานทางการเงินถือเป็นข้อมูลสำคัญที่แสดงถึงฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดทุน อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน และยังมีส่วนช่วยในการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ตลาดทุนไทยด้วย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์จึงได้ให้ความสำคัญในการกำกับดูแลและพัฒนาคุณภาพของรายงานทางการเงินเพื่อให้รายงานทางการเงินที่กิจการในตลาดทุนเปิดเผยต่อสาธารณะเป็นข้อมูลที่ถูกต้อง โปร่งใส เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน และสอดคล้องกับมาตรฐานสากล ซึ่งตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึง การใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตได้ Beatty, (1989) , Carter & Manaster , 1990 ; Zhang (2007) สำหรับประเทศไทยเพื่อเป็นการยกระดับคุณภาพและความน่าเชื่อถือของระบบการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทและผู้สอบบัญชีในตลาดทุน อันเป็นการเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของตลาดทุนไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงมุ่งเน้นที่จะสนับสนุนให้ผู้สอบบัญชีในตลาดทุนไทยให้ความสำคัญกับการควบคุมคุณภาพงานสอบบัญชีทั้งในระดับสำนักงานและคุณภาพของแต่ละงานสอบบัญชี โดยกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้ความเห็นชอบและกำกับดูแลคุณภาพงานของผู้สอบบัญชีทั้งในระดับสำนักงานสอบบัญชีและระดับรายบุคคล ดังนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ต่างๆที่เกี่ยวข้องรวมทั้งให้การจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนที่ออกหลักทรัพย์ IPO โดยจะต้องดำเนินการและเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่กำหนดขึ้นโดยสภาวิชาชีพบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานการบัญชีและมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งต้องมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้สอบทานบัญชี ติดตามตรวจทานงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ในทุกๆไตรมาสเพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่ถูกต้องและครบถ้วน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าผู้ตรวจสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อมีผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และผู้ตรวจสอบบัญชีอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

โดยกำหนดผู้ตรวจสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 (Auditor) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือบริษัทดังต่อไปนี้

1. ดีลอยต์ทูชโทมัตสุ (Deloitte Touche Tohmatsu)
2. ไพรซ์วอเทอร์เฮาส์คูเปอส์ (PricewaterhouseCoopers หรือ PwC)
3. อีวาย หรือ เอินส์ทแอนด์ยัง (Ernst & Young ภายหลังเปลี่ยนชื่อเป็น EY)
4. เคพีเอ็มจี (KPMG)

ตัวแปรด้านช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IPO Period : IP)

ในการศึกษาอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) นั้น ช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปถือว่ามีความสำคัญเป็นอย่างมากในการดำเนินงาน เพราะในแต่ละช่วงเวลาแต่ละไตรมาสนั้น จะมีเหตุการณ์ต่างๆ ภายในประเทศภายนอกประเทศที่แตกต่างกัน ส่งผลต่อทิศทางราคา ซึ่งอาจจะมีผลมาจากเหตุการณ์ต่างๆ อาทิ เหตุการณ์ทางการเมือง เหตุการณ์ภัยพิบัติทางธรรมชาติ เหตุการณ์สวรรคตของรัชกาลที่ ๙ เป็นต้น ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก(IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเหตุการณ์สภาวะของประเทศเป็นปกติ และ ให้มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเหตุการณ์สภาวะไม่เป็นปกติหรือเกิดเหตุการณ์ต่างๆ

เหตุการณ์ไม่ปกติ คือ เหตุการณ์ทางการเมืองภายในประเทศและวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจภายในประเทศและเศรษฐกิจโลกที่สำคัญ รวมถึงเหตุการณ์พิเศษภายในประเทศที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้าและเป็นเหตุสุดวิสัยที่ยากต่อการควบคุม เช่น การสวรรคตของพระบาทสมเด็จพระปรมินทรมหาภูมิพลอดุลยเดช ภัยพิบัติทางธรรมชาติภายในประเทศ สภาวะค่าเงินในตลาดโลก สงครามการเมือง เป็นต้น

ตัวแปรด้านวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (Pricing Initial Public Offering Stocks: PR)

การกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินอธิบายว่ามูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินก็คือมูลค่าปัจจุบันที่มาจากการคิดลดกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากสินทรัพย์นั้น (Keown, Martin, Petty and Scott. 2005: 234) หากหุ้นสามัญถูกตั้งราคาที่มูลค่าตามสูตรซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากหุ้นแล้ว ราคาซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ในวันแรกก็ไม่ควรเพิ่มขึ้นสูงกว่าราคาที่ผู้จำหน่ายหลักทรัพย์เสนอขายให้ลูกค้าของตนมากอย่างมากและมีนัยสำคัญทางสถิติทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยดูจากวิธีการกำหนด

ราคาขายหุ้นสามัญ (PR) นอกจากนี้ วิธีการกำหนดราคาหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) โดยงานวิจัยของ Jay. R Ritter, (1991) และ Boyan and Balazs , (2007) ที่วาณิชธนกิจมักเชิญนักลงทุนรายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อดูความต้องการของตลาด หรือที่เรียกว่า Book-building ซึ่งจะทำให้ได้ข้อมูลเชิงลึกและเปิดเผยมากกว่าทั้งในแง่ของราคาที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสมและปริมาณหุ้นออกใหม่ที่นักลงทุนต้องการ การเริ่มต้นพิจารณาจากการเสนอราคาต่ำไว้ก่อน ทำให้ได้รับความร่วมมือจากนักลงทุนลูกค้าประจำมาเข้าร่วมให้ข้อมูลมากขึ้น แม้ว่าในกรณีที่พิจารณาแล้วราคาที่เสนอตอนเริ่มต้นหาความคิดเห็นจะต่ำไปจะมีการปรับเพิ่มราคาขึ้นได้ และหากราคาแพงไปก็ปรับราคาลงได้ แต่การเริ่มต้นจากราคาต่ำก็มักทำให้ราคาจองตั้งออกมาค่อนข้างต่ำ โดยทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าวิธีการกำหนดราคามีอิทธิพลต่อการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อใช้การกำหนดราคาแบบ Book-builing และหากกำหนดราคาแบบ Forword PE ให้มีค่าเท่ากับ 0

ตัวแปรด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)(Return on Equity:$ROE_{return3y}$)

ROE คือ อัตราผลตอบแทนของผู้เป็นเจ้าของ หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการลงทุน ถือเป็นความสามารถในการทำกำไร (profitability ratio) ของกิจการจากสินทรัพย์ การพิจารณาค่าของ ROE นั้นตัวเลขยิ่งสูงยิ่งดี อย่างน้อยต้องมีค่า 12% ขึ้นไป หลักบัญชีพื้นฐานเรื่องงบดุล คือ แหล่งที่มาของสินทรัพย์จากกิจการไม่ได้มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่ยังมาจากหนี้สินและส่วนของทุน ดังนั้นค่า ROE ที่สูงมาก ต้องดูด้วยว่า กำไรสูง หรือว่าส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำมาก แต่มีหนี้สินจำนวนมาก ถือว่าเป็นกำไรที่ไม่มีคุณภาพ ถ้าหากผู้ลงทุนต้องเลือกหุ้นตัวใดตัวหนึ่ง ต้องเลือกหุ้นที่มีหนี้สินน้อยจะปลอดภัย ROE จึงเป็น กำไรที่ปราศจากภาระของกิจการที่สร้างขึ้นจากเงินหรือทรัพย์สินส่วนของเจ้าของทั้งหมดโดยไม่ได้กู้ยืม ถ้าหาก ROE มีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเทียบกับส่วนของเจ้าของ ทำให้ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูง ผู้ลงทุนที่ถือหุ้นของกิจการนั้นๆมีโอกาสได้ผลตอบแทนสูง หาก ROE มีค่าต่ำแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรต่ำเมื่อเทียบกับส่วนของเจ้าของ กิจการจึงสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ต่ำงานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013)โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือ

หุ้น(เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$\text{ROEreturn 3 y} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \text{ x } 100$$

ตัวแปรด้านอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit : $G_EBITDA_{return\ 3y}$)

EBITDA ย่อมาจาก Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization หาได้โดย เอา EBIT บวกด้วย Depreciation (D) หรือ ค่าเสื่อมราคา และ Amortization (A) หรือค่าใช้จ่ายตัดจ่าย ประโยชน์ของ EBITDA ก็คือ เป็นกำไรจากการดำเนินงานจริงๆ เนื่องจากทั้ง I, T, D และ A นั้น ล้วนเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปกติ เมื่อตัดทั้ง 4 ตัวดังกล่าวออกไป จะทำให้เห็นภาพรวมของบริษัทที่แท้จริงของการประกอบธุรกิจของบริษัท จากการศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al. 2013) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย(เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจาก

$$\mathbf{G_EBITDA_{return}} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายปีปัจจุบัน}}{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายปีก่อน}}$$

ตัวแปรด้านอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Sales growth rate : $SGR_{return3y}$)

การศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO (Hasan et al.2013; Beneish, 1999) โดยงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้คาดการณ์ว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก

(IPO Underpricing) โดยการวัดเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงยอดขายโดยเฉลี่ยต่อปี(เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง) ของบริษัทและอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) คำนวณจากสูตร Compound Annual Growth Rate (CAGR) โดยเป็นข้อกำหนดทางการเงินที่ใช้ในการวัดการเติบโตของทุนโดยเฉลี่ยในช่วงเวลาหลายช่วง ตัวอย่างเช่น หากคุณมีตัวเลขยอดขายเป็นระยะเวลา 3 ปีคุณสามารถหาอัตราการเติบโตต่อปีได้ อย่างไรก็ตามตัวเลขดังกล่าวจะไม่เป็นตัวเลขเดียวที่แสดงถึงอัตราการเติบโตโดยรวมในช่วงเวลาที่เต็มรูปแบบ เช่น อัตราการเติบโตประจำปีโดยทั่วไปเป็นอัตราเฉลี่ยของผลตอบแทนจากการลงทุนหรืออัตราการเติบโตในช่วงหลายช่วงเวลาที่คำนึงถึงผลกระทบของการทบต้น CAGR เป็นตัวบ่งชี้ที่บอกให้คุณทราบว่าตัวเลขมีการเติบโตเป็นเปอร์เซ็นต์อย่างไรในช่วงหลายปี ซึ่งมีมีสูตรคำนวณ คือ

$$CAGR = [(End\ year/ First\ year)^{1/(n-1)}] - 1$$

เมื่อ End year = ยอดขายปีสุดท้าย

First year = ยอดขายปีแรก

^ = เครื่องหมายยกกำลัง

n = จำนวนปีทั้งหมด

ตัวแปรด้านสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัว (Ownership Structure : OS)

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จะเป็นการส่งสัญญาณสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในเรื่องของคุณภาพของบริษัท ซึ่งจะเห็นได้ว่ามี งานวิจัยหลายงานให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและพนักงานของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ชี้ให้เห็นว่าบุคคลภายในมีสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ที่สูงเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ที่ออกขายแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือครองหลักทรัพย์ไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต (Leland et al, 1977; Ritter, 1991; Brennan & Hughes, 1991) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) เป็นตัวแทนของบริษัทซึ่งมีความรู้และเข้าใจในเรื่องของข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดีซึ่งจากการศึกษาชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ (Leland et al, 1977; Karlis, 2000) ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก(IPO Underpricing) โดยวัดค่าจากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทคำนวณจาก

$$ES = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมถือทั้งหมดหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO}}$$

ทั้งนี้ ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าการสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปรDummy Variable มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โดยใช้เกณฑ์น้อยกว่า 25 % และสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว ให้มีค่าเท่ากับ 1 โดยใช้เกณฑ์ 25 % ขึ้นไป

ตัวแปรด้านความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท (Political relations: POL)

จากงานวิจัยของ Goldman, Rocholl, & So (2009) แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของคณะกรรมการอาจสร้างประโยชน์ให้แก่กิจการได้ เช่น การได้รับรู้ สิทธิประโยชน์เกี่ยวกับการกำหนดอัตราภาษีศุลกากรที่ต่ำกว่าคู่แข่งขัน และอาจได้รับการสนับสนุนจากรัฐในการลดข้อ กำหนดกฎระเบียบต่างๆ ที่ออกโดยรัฐบาล เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mobarak and Purbasare (2006) พบว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงการปกครองของประธานาธิบดีซูนาโต ได้รับประโยชน์จากการลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอากรขาเข้า ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง Faccio et al, (2006) ได้สนับสนุนมุมมองนี้ว่า กิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้นจะได้อัตรา ภาษีที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนในการดำเนินงานนั้นต่ำลงจากที่กล่าวมาความสัมพันธ์ทางการเมืองระหว่างกิจการกับนักการเมืองจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจ ทั้งในแง่ที่กิจการได้รับประโยชน์จากความสัมพันธ์ทางการเมือง และในแง่การทำให้เกิดต้นทุนทางการเมือง ทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมือง หรือในอดีตก่อนที่จะเข้ารับตำแหน่งมีความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับราชการการเมือง มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง และประธานบริษัทอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท คือ

1. ประธานบริษัทเคยเป็นหรือเป็นข้าราชการทางการเมือง รวมทั้งนักการเมือง

2. ประธานบริษัทเคยเป็นหรือเป็นข้าราชการพลเรือนสามัญระดับอำนวยการระดับต้นหรือตั้งแต่ระดับเชี่ยวชาญขึ้นไป (ระดับ 9 เดิม)

3. ประธานบริษัทเคยเป็นหรือเป็นข้าราชการตำรวจและทหารตั้งแต่ระดับ พลตำรวจตรีหรือ พลตรี ขึ้นไป

ตัวแปรด้านผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor : IA)

การตรวจสอบภายใน (Internal Auditing) คือ การให้ความเชื่อมั่น (Assurance) และการให้คำปรึกษา(Consulting) อย่างเที่ยงธรรมและเป็นอิสระ เพื่อเพิ่มคุณค่าและปรับปรุงการดำเนินงานขององค์กรการตรวจสอบภายในช่วยให้องค์กรบรรลุถึงเป้าหมายที่วางไว้ด้วยการประเมินและปรับปรุงประสิทธิภาพของกระบวนการบริหารความเสี่ยง การควบคุมและการกำกับดูแลอย่างเป็นระบบและเป็นระเบียบ (The Institute of Internal Auditors : IIA) ซึ่งจากงานวิจัยของ Brown (1983) ที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ผู้สอบบัญชีของสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญในการพิจารณาความน่าเชื่อถือของการปฏิบัติงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน พบว่า ปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานและปัจจัยด้านคุณภาพของงานตรวจสอบภายในในปีที่ผ่านมานั้นมีผลต่อการเชื่อถือในผลงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน Margheim (1986) พบว่า ปัจจัยด้านความรู้ความสามารถและผลการปฏิบัติงานของผู้ตรวจสอบภายในนั้นส่งผลต่อความเชื่อมั่นในผลงานของผู้ตรวจสอบภายใน ในขณะที่ปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานนั้นไม่ส่งผล โดยพบว่าในทางปฏิบัติผู้สอบบัญชีจะลดชั่วโมงหรือระยะเวลาการสอบบัญชีลง เมื่อผู้สอบบัญชีนั้นมีความเชื่อถือในผลงานการตรวจสอบภายในที่จัดทำขึ้นโดยผู้ตรวจสอบภายในที่มีความรู้และความสามารถสูง แต่ไม่พบว่ามีการลดชั่วโมงหรือระยะเวลาการสอบบัญชีลง เมื่อผลงานการตรวจสอบภายในจัดทำขึ้นโดยผู้ตรวจสอบภายในที่มีความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานสูงทำให้ผู้วิจัยคาดการณ์ผู้ตรวจสอบภายใน มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ซึ่งกำหนดให้เป็นตัวแปร Dummy Variable มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ตรวจสอบภายในมีส่วนแบ่งตลาด 5 อันดับแรก และผู้ตรวจสอบภายในอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0

ตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแบบที่ใช้ในการวัดปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยการวัดมูลค่าการ Underpriced ของราคาหุ้น IPO

การวัดมูลค่าการUnderpriced ของราคาหุ้น IPO นั้น สามารถวัดได้จากราคาปิดหุ้นในวันแรกที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (First day Initial Return) และจากการศึกษางานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตได้ระบุถึงการวัดมูลค่าการ Underpriced ว่าควรกำจัดผลกระทบของสภาวะตลาดที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นได้ซึ่ง Chi and Padget (2005) และ Aggarwal et al., (1993) ได้คำนึงถึงผลกระทบของสภาพตลาดในช่วงเวลาของการล่าช้าระหว่างวันที่ประกาศราคา IPO และวันแรกที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เพื่อสะท้อนการ Underpriced ได้เหมาะสมมากกว่า ดังนั้น การคำนวณผลตอบแทนที่ได้จากการขายหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์วันแรกคำนวณโดย

$$Ret_{i1} = \frac{Pi1}{Sio} - 1$$

ซึ่ง Ret_{i1} คือ ผลตอบแทนเริ่มแรกจากหุ้น I (First day initial return)

P_{i1} คือ ราคาปิดหุ้น i ณ วันแรกที่มีการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์

S_{io} คือ ราคา IPO

การคำนวณผลตอบแทนของหุ้น IPO โดยปรับผลกระทบจากสภาพของตลาดในช่วงที่มีการล่าช้าระหว่างวันที่ออกหุ้น IPO และวันแรกที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ดัชนี SET ในการคำนวณผลตอบแทนจากตลาด สามารถคำนวณผลตอบแทนของตลาด ได้ดังนี้

$$Ret_{m1} = \frac{Pm1}{Pmo} - 1$$

ซึ่ง Ret_{ml} คือ ผลตอบแทนของตลาดในวันที่หุ้น IPO เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรก

P_{m1} คือ ดัชนีราคาปิดตลาด ณ วันแรกที่มีการซื้อขายหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์

P_{mo} คือ ดัชนีราคาปิดตลาด ณ วันสุดท้ายของระยะเวลาที่เปิดจองซื้อหุ้น IPO

ดังนั้น การ Underpriced ของหุ้น IPO สามารถวัดได้จากผลตอบแทนเริ่มแรกปรับด้วยสภาพตลาด (Market-adjusted initial return)

$$\mathbf{MAR_{i1} = Ret_{i1} - Ret_{m1}}$$

โดยหากค่าผลตอบแทนเริ่มแรกที่ปรับด้วยสภาพตลาดมีค่าสูงแสดงถึงการ Underpriced หรือราคา IPO ของหุ้นดังกล่าวมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรเป็น

การทดสอบความต่อเนื่องของการ Underpriced ของหุ้น IPO โดยเปรียบเทียบระหว่าง 2 ช่วงเวลา เริ่มต้นด้วยการทดสอบการเกิดขึ้นของการ Underpriced โดยวิธี One sample T-test เพื่อทดสอบว่าหุ้น IPO มีระดับการ misprice ต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ

โดยมีสมมติฐานที่คาดหวังคือ หุ้น IPO จากตัวอย่างจากทั้ง 2 กลุ่มมีระดับการ misprice ที่ต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือมีการ Underpriced ของราคาหุ้น และทดสอบสัดส่วนจำนวนของหุ้นที่ถูก Underpriced ในแต่ละช่วงเวลาที่สนใจโดย Binomial z test เพื่อทดสอบความต่อเนื่องตามสมมติฐาน

สำหรับการทดสอบปัจจัยทั้งกลไกภายในและกลไกภายในที่เป็นลักษณะของบริษัทที่ส่งผลต่อการ Underpriced ของหุ้น IPO นั้น สามารถทดสอบโดยการวิเคราะห์สมการถดถอย (OLS regression) พิจารณาทิศทางความสัมพันธ์และผลกระทบโดยภาพรวมของแต่ละปัจจัยต่อการ Underpriced ของหุ้น IPO โดยรวมตัวแปรช่วงเวลาที่ออกหุ้น IPO เป็น Dummy variable เนื่องจากการศึกษาในเบื้องต้นพบว่าการกระจายตัวของการ Underpriced และ Overpriced ต่างกันระหว่าง 2 ช่วงเวลา ดังเช่น เหตุการณ์วิกฤติการเงินต้มยำกุ้ง หรือ การปฏิวัติรัฐประหารทางการเมืองในปี พ.ศ. 2557 หรือการกำหนดแผนการเลือกตั้งในปี พ.ศ. 2561 อาจส่งผลให้โครงสร้างในตลาดทุนเปลี่ยนแปลงไปและช่วยยืนยันความต่อเนื่องของการ Underpriced ได้เช่นเดียวกัน โดยรูปแบบสมการถดถอยเพื่อศึกษาสมมติฐานที่ได้กล่าวมามีลักษณะดังสมการถัดไปและมีทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังดังตารางที่ 3.3

การกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)

$$\mathbf{MAR_{57\text{-}61}} = \alpha + \beta_1(UDW) + \beta_2(UDQ) + \beta_3(FA)) + \beta_4(AD) + \beta_5(IP) + \beta_6(PR) + \beta_7(ROE_{return3y}) + \beta_8(G_EBITDA_{return\ 3y}) + \beta_9(SGR_{return\ 3y}) + \beta_{10}(OS) + \beta_{11}(POL) + \beta_{12}(IA) + \varepsilon$$

ตารางที่ 3.3 รายละเอียดคำนิยามตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแปร	คำอธิบาย	สมมติฐาน	แหล่งข้อมูล
UDW	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	*H1a*	หนังสือชี้ชวน
UDQ	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีเพียงรายเดียว มีค่าเป็น 0 และให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีมากกว่าหนึ่งราย	*H1b*	หนังสือชี้ชวน
FA	ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด5อันดับแรก ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	*H1c*	หนังสือชี้ชวน
AD	บริษัทมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO ให้มีค่าเป็น 1 และอื่น ๆ เป็น 0	*H1d*	หนังสือชี้ชวน
IP	ช่วงการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อเหตุการณ์สภาวะของประเทศเป็นปกติ และ ให้มีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเหตุการณ์สภาวะไม่เป็นปกติ	*H1e*	หนังสือชี้ชวน
PR	การเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อใช้การกำหนดราคาแบบ Bookbuiling และหากกำหนดราคาแบบ Forword PE ให้มีค่าเท่ากับ 0	*H1f*	หนังสือชี้ชวน
$ROE_{return\ 3\ y}$	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	*H2a*	หนังสือชี้ชวน
G_EBITDA $_{return\ 3y}$	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง3 ปีก่อนเข้าตลาด)	*H2b*	หนังสือชี้ชวน

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร	คำอธิบาย	สมมติฐาน	แหล่งข้อมูล
$SGR_{return\ 3y}$	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)	*H2c*	หนังสือชี้ชวน
OS	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว และสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว ให้มีค่าเท่ากับ 0	*H2d*	หนังสือชี้ชวน
POL	ความสัมพันธ์ทางการเมือง มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง และประธานบริษัทอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0	*H2e*	หนังสือชี้ชวน
IA	ผู้ตรวจสอบภายในมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก และผู้ตรวจสอบภายในอื่นๆ ให้มีค่าเท่ากับ 0	*H2f*	หนังสือชี้ชวน

3.4 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลมาจากแหล่งต่าง ๆ ซึ่งได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) เว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์ของบริษัท เว็บไซต์ของหน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่ได้มาจากหนังสือชี้ชวนเสนอขายหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น วารสาร บทความและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศที่เผยแพร่

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้วิจัยจะใช้เครื่องมือทางสถิติเพื่อทดสอบสมมติฐานดังต่อไปนี้

1.การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการวิเคราะห์ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง เช่น ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ร้อยละและการแจกแจงความถี่ การวัดแนวโน้มสู่ส่วนกลาง เป็นต้น

2.การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยในงานวิจัยครั้งนี้ใช้ Pearson's Correlation Coefficient หรือเรียกว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันเพื่อทดสอบว่ามีความสัมพันธ์แบบมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยพิจารณาค่า r ซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 และจะทิศทางของความสัมพันธ์สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 แบบ คือ

2.1.1 สหสัมพันธ์ทางบวก (Positive Correlations) หมายความว่า เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งเพิ่มหรือลดลงอีกตัวแปรหนึ่งก็จะเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปด้วย

2.1.2 สหสัมพันธ์ทางลบ (Negative Correlations) หมายความว่า เมื่อตัวแปรตัวหนึ่งมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงอีกตัวหนึ่งจะมีค่าเพิ่มหรือลดลงตรงข้ามเสมอ

2.1.3 สหสัมพันธ์เป็นศูนย์ (Zero Correlations) หมายความว่า ตัวแปรสองตัวไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน ทั้งนี้หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียรสันมีค่า 0.80 – 1.0 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เป็นอย่างมากกับตัวแปรตามอาจจะทำให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป (Multicollinearity) ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Archambeault (2000) และ Shan et al. (2013)

ทั้งนี้การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผู้วิจัย จึงมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance โดยมีหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบคือ ค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรมีค่าเกิน 10 หากเกินกว่านี้แสดงว่าเกิด Multicollinearity ดังนั้น สำหรับค่า Tolerance หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่ามีแนวโน้มในการเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้พบว่า ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรนั้นมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวแปรมีค่าไม่เข้าใกล้ 0 ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกันจึงสามารถนำตัวแปรอิสระทั้งหมดมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้

2.2 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงปริมาณที่มีตั้งแต่ 2 ตัวแปรขึ้นไป ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.6 ความเที่ยงตรงของแบบงานวิจัย (Validity)

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีรายละเอียดการตรวจสอบความเที่ยงตรงของงานวิจัยดังต่อไปนี้

ความเที่ยงตรงภายใน (Internal Validity)

ความเที่ยงตรงภายในเป็นความเที่ยงตรงที่พิจารณาจากผลของงานวิจัยที่ได้เกิดจากตัวแปรอิสระหรือตัวแปรที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษาโดยตรงเท่านั้น ผลของงานวิจัยไม่ได้เกิดจากตัวแปรอื่นๆ หรือเหตุการณ์อื่นๆ ที่เข้ามาแทรกซ้อน หรือกล่าวได้ว่าเป็นความถูกต้องของข้อสรุปที่ได้จากตัวแบบของงานวิจัยที่ใช้ตัวแปรอิสระนี้เท่านั้น (สุมินทร เบ้าธรรม, 2558) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้เป็นตัวแทนที่ดีของประชากร เพราะผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 โดยในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครอบคลุมทุกประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งมีทั้งหมด 8 กลุ่มดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ได้จึงเป็นตัวแทนที่ดีของประชากรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้

2. เครื่องมือที่ใช้วัด ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการทดสอบตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัยที่มีความเหมาะสมที่สุด โดยทำการพิจารณาสถิติเพื่อทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบ โดยมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance ว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเองมากหรือไม่ ผ่านการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน เพื่อหาตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ตอบสมมติฐานของงานวิจัยได้เที่ยงตรงมากที่สุด

ความเที่ยงตรงภายนอก (External Validity)

ความเที่ยงตรงภายนอกเป็นความเที่ยงตรงที่ผลของงานวิจัยสามารถสรุปอ้างอิงไปยังเนื้อหา สถานการณ์ใกล้เคียง หรือประชากรได้อย่างถูกต้อง (สุมินทร เบ้าธรรม, 2558) โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. การจัดสภาพกลุ่มตัวอย่างที่ทำการทดสอบ ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น เพื่อให้ผลของงานวิจัยมีความคลาดเคลื่อนน้อยที่สุด ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ทำการควบคุมสภาพของกลุ่มตัวอย่างให้มีลักษณะใกล้เคียงกันมากที่สุด เช่น การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ปีเดียวกัน อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน ดังนั้นผลของงานวิจัยที่ได้จึงสามารถตอบวัตถุประสงค์ของงานวิจัยในครั้งนี้ได้อย่างเที่ยงตรง

2. ผลของการวิจัยได้รับตัวแปรทดลองอื่น ๆ โดยการศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมเพื่อยืนยันผลของงานวิจัยหลัก โดยมีการเพิ่มตัวแปรควบคุมทางด้านประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เข้ามาในสมการ เพื่อพิจารณาดูว่าผลของการวิจัยยังให้คำตอบเช่นเดิมหรือไม่ ซึ่งรายละเอียดของการวิเคราะห์จะกล่าวต่อไปในบทที่ 4

3.7 การเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการวิจัยของข้อมูลในเชิงปริมาณเป็นหลัก เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)

บทสรุป

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ครั้งนี้ผู้วิจัยได้มีการกำหนดประชากร เครื่องมือ วิธีการรวบรวมข้อมูลและสถิติในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยผู้วิจัยเริ่มจากการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) เฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 และหลังจากเก็บข้อมูลแล้ว ผู้วิจัยจะใช้เครื่องมือทางสถิติเพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่มี

ผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 4
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งปัจจัยที่ศึกษาออกเป็น 2 ด้าน ได้แก่ ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) และลักษณะกลไกภายในบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing)

ในงานวิจัยครั้งนี้ประชากรเป็นบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2561 ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แยกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม จำนวน 74 บริษัท โดยรายละเอียดในการนำเสนอผู้วิจัยได้แบ่งเป็น 2 ส่วน คือการวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1 ลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะกลไกภายนอกบริษัท และลักษณะกลไกภายในบริษัท

4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน

4.4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.4.2 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายในบริษัทที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.1 ลักษณะข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยใช้สถิติต่างๆ ประกอบด้วย ร้อยละ (Percentile) การแจกแจงความถี่ของข้อมูล (Frequencies) ค่าเฉลี่ย (Mean) ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1.1 ลักษณะข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

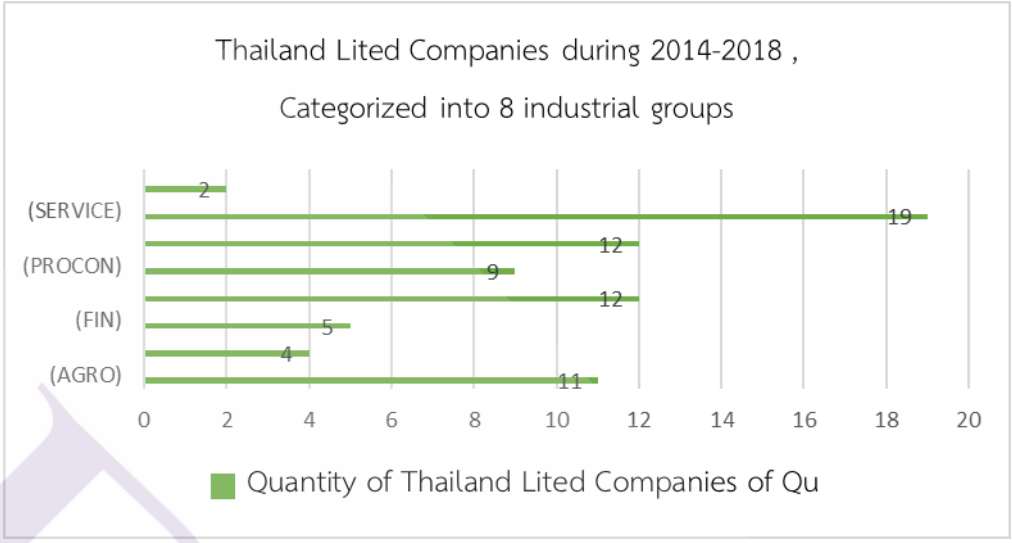
กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกของประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง ปี พ.ศ.2561 จำนวน 74 บริษัท โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 8กลุ่มอุตสาหกรรม โดยแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา

กลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	81
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	(7)
คงเหลือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	74
รวม	**74**

ตารางที่ 4.2 จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	11 บริษัท	14.86
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	4 บริษัท	5.41
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (FIN)	5 บริษัท	6.75
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	12 บริษัท	16.22
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON)	9 บริษัท	12.16
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC)	12 บริษัท	16.22
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ(SERVICE)	19 บริษัท	25.68
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	2 บริษัท	2.70
รวม	74 บริษัท	100.00



ภาพที่ 4.1 จำนวนบริษัทจำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.2 และแผนภาพที่ 4.1 แสดงจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษา จำแนกตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ามีจำนวน 11บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) คิดเป็นร้อยละ 14.86 จำนวน 4 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) คิดเป็นร้อยละ 5.41จำนวน 5 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน (FIN) คิดเป็นร้อยละ 6.75 จำนวน 12 บริษัทอยู่ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) คิดเป็นร้อยละ 16.22จำนวน 9บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROCON) คิดเป็นร้อยละ 12.16 จำนวน 12 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร(RESOURCE) คิดเป็นร้อยละ 16.22 จำนวน 19 บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) คิดเป็นร้อยละ 25.68 และจำนวน 2 บริษัท อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) คิดเป็นร้อยละ 2.70 ตามลำดับ

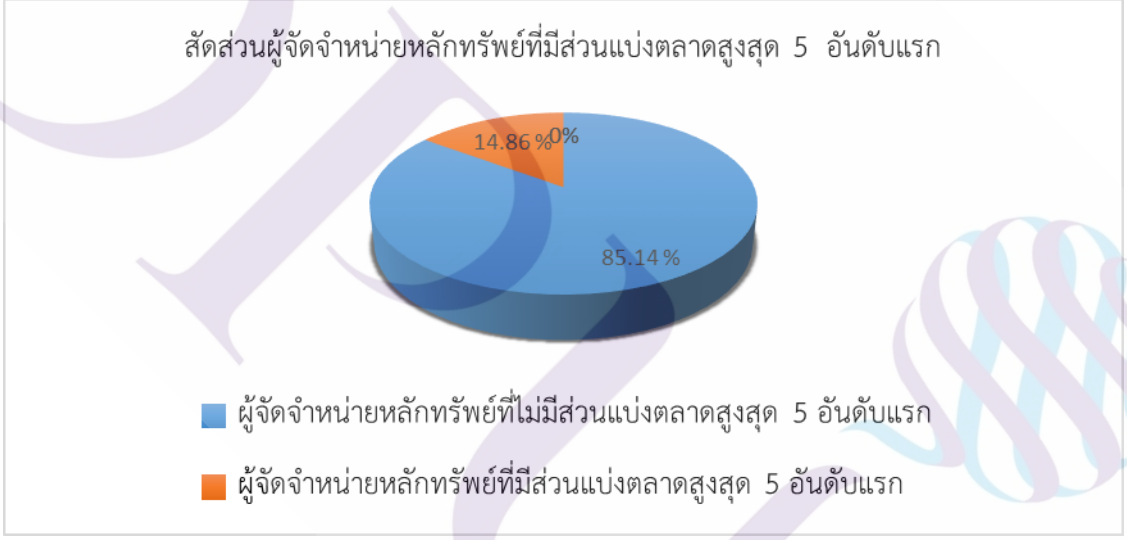
4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง

จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ พบว่าจากจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมี 74 บริษัท โดยมีลักษณะของข้อมูลที่ทำการศึกษาดังนี้

1. สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW)

ตารางที่ 4.3 สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ตัวแปร	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
UDW	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ไม่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	63	85.14
	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	11	14.86
	รวม	74	100.00



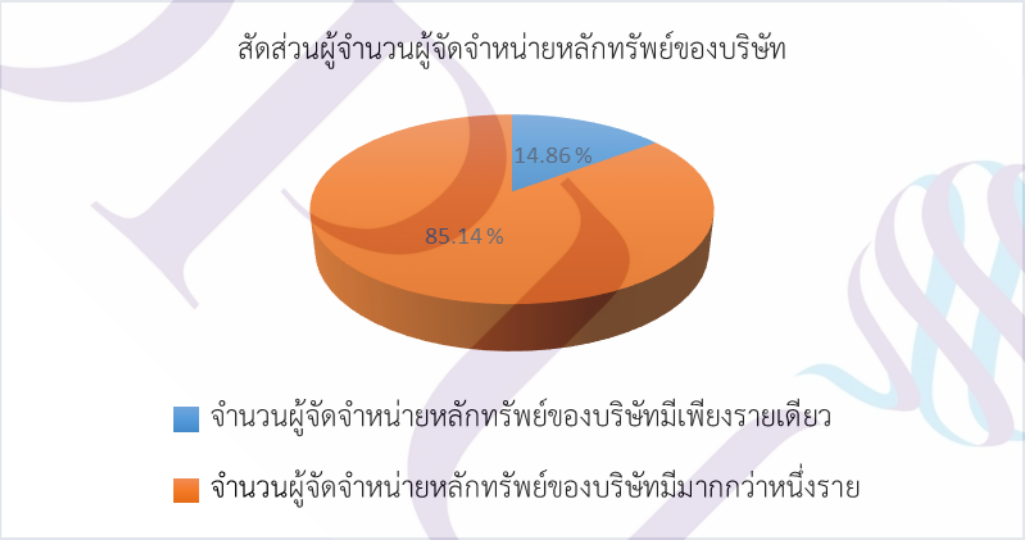
ภาพที่ 4.2 สัดส่วนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.3 และแผนภาพที่ 4.2 แสดงสัดส่วนของตัวแปรจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ พบว่ามีบริษัทจำนวน 63 บริษัทหรือร้อยละ 85.14 ที่ไม่มีอยู่ในกลุ่มผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก และมีบริษัทจำนวน 11 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 14.86 ที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

2. สัดส่วนจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท (UDQ)

ตารางที่ 4.4 สัดส่วนจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมากกว่าหนึ่งราย

ตัวแปร	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
UDQ	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีเพียงรายเดียว	11	14.86
	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีมากกว่าหนึ่งราย	63	85.14
	รวม	74	100.00



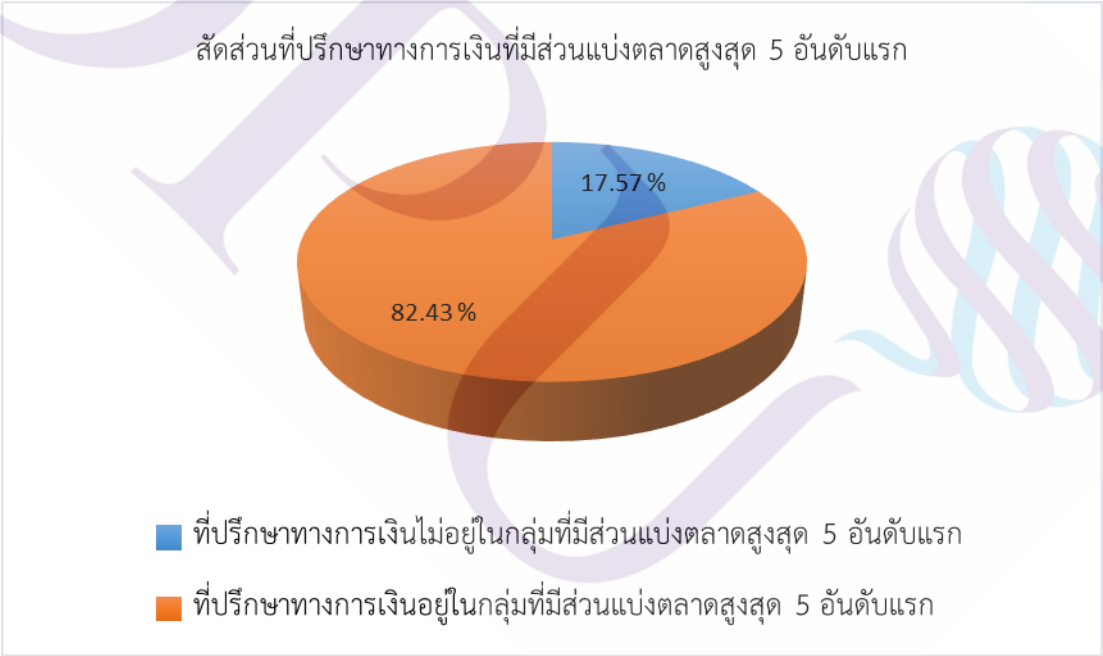
ภาพที่ 4.3 สัดส่วนผู้จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท (UDQ)
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.4 และแผนภาพที่ 4.3 แสดงสัดส่วนของจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทพบว่า มีบริษัทจำนวน 11 บริษัท หรือร้อยละ 14.86 ที่จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีเพียงรายเดียว และมีบริษัทจำนวน 63 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 85.14 ที่จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทมีมากกว่าหนึ่งราย

3. สัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (FA)

ตารางที่ 4.5 แสดงสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ตัวแปร	ที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
FA	ที่ปรึกษาทางการเงินไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	13	17.57
	ที่ปรึกษาทางการเงินอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	61	82.43
	รวม	74	100.00



ภาพที่ 4.4 สัดส่วนสัดส่วนที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

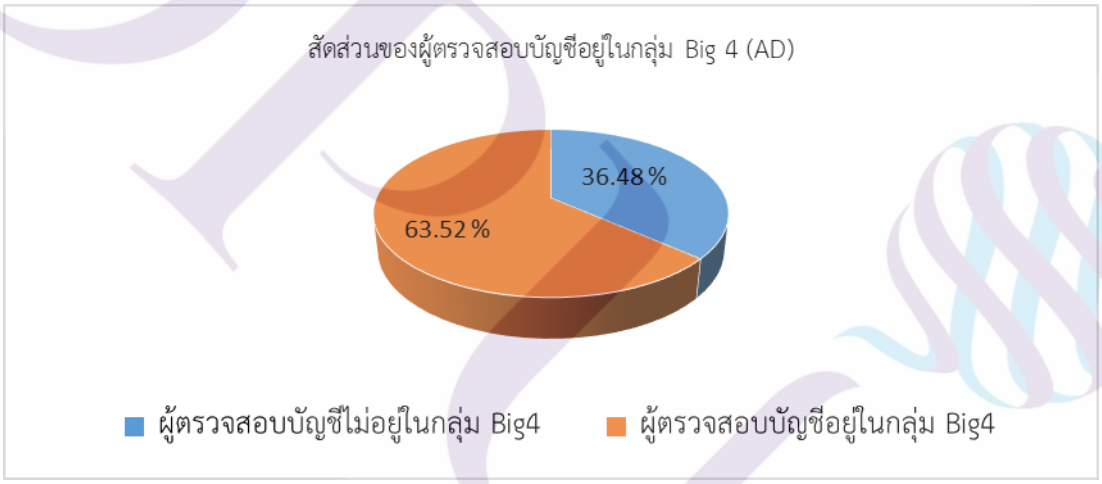
จากตารางที่ 4.5 และแผนภาพที่ 4.4 แสดงสัดส่วนของที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก พบว่า มีบริษัทจำนวน 13บริษัท หรือร้อยละ 17.57 ที่ปรึกษาทางการ

เงินไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก และมีบริษัทจำนวน 61 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82.43 ที่ปรึกษาทางการเงินอยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

4. สัดส่วนของผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4 (AD)

ตารางที่ 4.6 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO

ตัวแปร	ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
AD	ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่อยู่ในกลุ่ม Big4	27	36.48
	ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4	47	63.52
	รวม	74	100.00



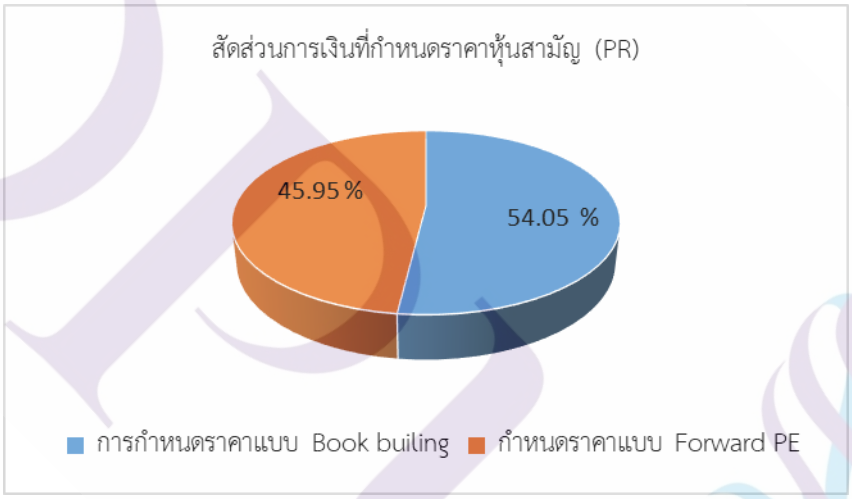
ภาพที่ 4.5 สัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.6 และแผนภาพที่ 4.5 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO พบว่ามีบริษัทจำนวน 47 บริษัท หรือร้อยละ 63.52 ผู้ตรวจสอบบัญชีอยู่ในกลุ่ม Big4ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO และมีบริษัทจำนวน 27 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 36.48 ที่ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่อยู่ในกลุ่ม Big4 ในระหว่างออกจำหน่ายหุ้น IPO

5. สัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR)

ตารางที่ 4.7 แสดงสัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR)

ตัวแปร	รูปแบบการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
PR	การกำหนดราคาแบบ Book-builing	40	54.05
	การกำหนดราคาแบบ Forward PE	34	45.95
	รวม	74	100.00



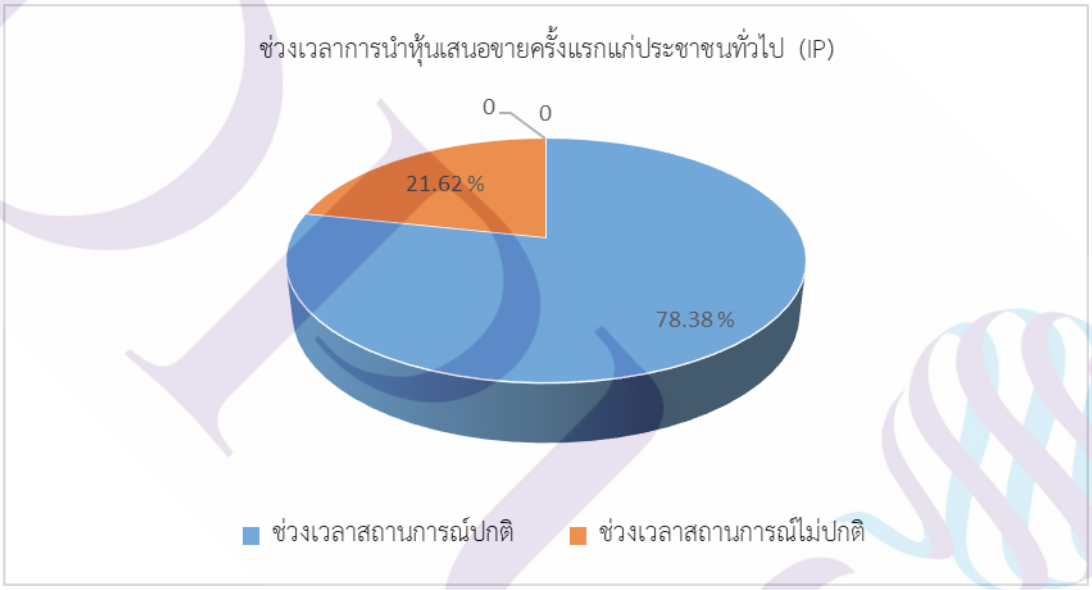
ภาพที่ 4.6 สัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR)
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.7 และแผนภาพที่ 4.6 แสดงสัดส่วนการเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ พบว่ามีบริษัทจำนวน 45 บริษัท หรือร้อยละ 60.81เป็นการกำหนดราคาแบบ Book-builing และมีบริษัทจำนวน 29 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 39.19 ที่เป็นการกำหนดราคาแบบ Forward PE

6. ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)

ตารางที่ 4.8 แสดงสัดส่วนช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)

ตัวแปร	ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
IP	ช่วงเวลาสถานการณ์ปกติ	58	78.38
	ช่วงเวลาสถานการณ์ไม่ปกติ	16	21.62
รวม		74	100.00



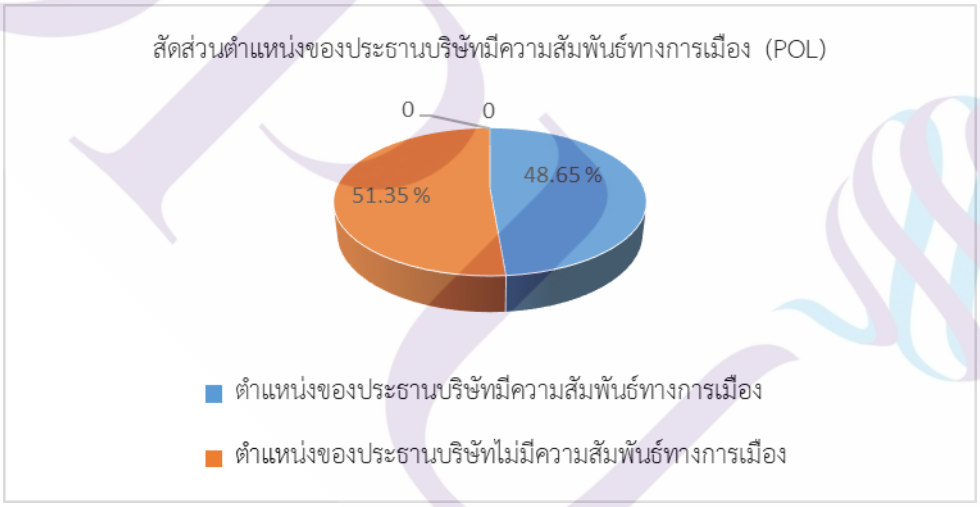
ภาพที่ 4.7 สัดส่วนช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.8 และแผนภาพที่ 4.7 แสดงสัดส่วนช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป พบว่ามีบริษัทจำนวน 58 บริษัท หรือร้อยละ 78.38 ที่ช่วงเวลาสถานการณ์ปกตินำหุ้นเสนอขายครั้งแรก และมีบริษัทจำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 21.62 ที่ช่วงเวลาสถานการณ์ไม่ปกตินำหุ้นเสนอขายครั้งแรก

7. สัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)

ตารางที่ 4.9 แสดงสัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)

ตัวแปร	ตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
POL	ตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง	36	48.65
	ตำแหน่งของประธานบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ทางการเมือง	38	51.35
	รวม	74	100.00



ภาพที่ 4.8 สัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

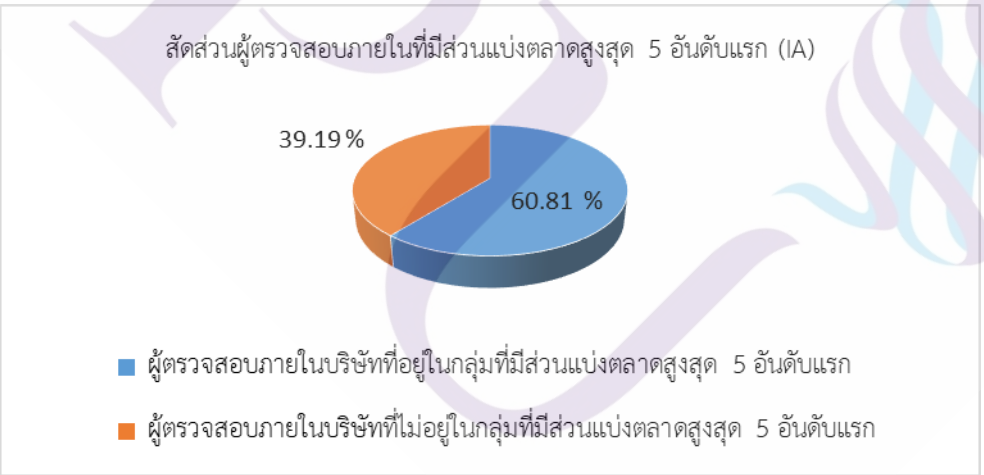
จากตารางที่ 4.9 และแผนภาพที่ 4.8 แสดงสัดส่วนตำแหน่งของประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมืองพบว่ามีบริษัทจำนวน 36 บริษัท หรือร้อยละ 48.65 ที่ตำแหน่งของ

ประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมืองและมีบริษัทจำนวน 38 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 51.35 ที่ตำแหน่งของประธานบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ทางการเมือง

8. สัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (IA)

ตารางที่ 4.10 แสดงสัดส่วนสัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (IA)

ตัวแปร	ผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
IA	ผู้ตรวจสอบภายในบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	45	60.81
	ผู้ตรวจสอบภายในบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก	29	39.19
	รวม	74	100.00



ภาพที่ 4.9 สัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (IA)
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.10 และแผนภาพที่ 4.9 แสดงสัดส่วนผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก (IA) พบว่ามีบริษัทจำนวน 45 บริษัท หรือร้อยละ 60.81ที่ผู้ตรวจสอบ

ภายในบริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรกและมีบริษัทจำนวน 29 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 39.19ที่ผู้ตรวจสอบภายในบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก

4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของตัวแปร

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยต้องการวิเคราะห์ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งผู้วิจัยใช้สถิติต่างๆ ประกอบด้วย การแจกแจงความถี่ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.11 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 74 บริษัท จำแนกตามแต่ละตัวแปรอิสระ

	Minimum	Maximum	Mean	Std.dev.	Skewness	Kurtosis
UDW	0.00	1.00	.1486	.35817	2.016	2.123
UDQ	0.00	1.00	.8514	.35817	-2.016	2.123
FA	0.00	1.00	.8108	.39433	-1.620	.642
AD	0.00	1.00	.6351	.48468	-.573	-1.719
IP	0.00	1.00	.7838	.41447	-1.407	-.020
PR	0.00	1.00	.6081	.49151	-.452	-1.846
$ROE_{return\ 3\ y}$	0.00	1.00	.4730	.50268	.111	-2.044
$G_EBITDA_{return\ 3y}$	0.00	1.00	.7973	.40476	-1.510	.287
$SGR_{return\ 3y}$	0.00	1.00	.7838	.41447	-1.407	-.020
OS	0.00	1.00	.2618	.05326	.106	1.955
POL	0.00	1.00	.4865	.50323	.055	-2.053
IA	0.00	1.00	.6081	.49151	-.452	-1.846
MAR_{il}	-20.16	200.00	34.202	44.00518	1.810	3.599

ตารางที่ 4.12 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำอธิบาย
UDW	บริษัทมีที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
UDQ	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีมากกว่าหนึ่งราย
FA	บริษัทมีที่ปรึกษาทางการเงินมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
AD	บริษัทมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4
IP	ช่วงการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป
PR	การเงินที่กำหนดราคาหุ้นสามัญ
ROE return 3 y	บริษัทมีที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
G_EBITDA return 3y	บริษัทมีผู้ตรวจสอบบัญชีที่อยู่ในกลุ่ม Big4ในระหว่างจำหน่ายหุ้น IPO
SGR return 3y	อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)
OS	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัทหลังจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์
POL	ประธานบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมือง
IA	ผู้ตรวจสอบภายในบริษัทมีมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก
Return	ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 4.12 สรุปได้ว่าผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรต่างๆ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Return on Equity: ROEreturn 3 y)

จากผลการศึกษา อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 47.30 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกัน

2. อัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit: G_EBITDAreturn 3y)

จากผลการศึกษา อัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) โดยเฉลี่ยร้อยละ 79.73 และเมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์แล้วจะเห็นว่าอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) แต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกันและอัตราการเติบโตของกำไร (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)

3. อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด)(Sales Growth Rate: SGRreturn 3 y)

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) เฉลี่ยร้อยละ 78.38 นั่นแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนเข้าตลาด) ซึ่งแต่ละบริษัทไม่มีความแตกต่างกัน

4. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในบริษัท

จากผลการศึกษา พบว่าบริษัทที่ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPOมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉลี่ยร้อยละ 26.18 นั่นแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในสอดคล้องกับพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนแห่งประเทศไทย ที่กำหนดไว้มากกว่า 25 %

4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยนี้ ได้ใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (r) เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรก่อนการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน เพื่อแสดงให้เห็นว่า ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่หากมีค่าเป็นลบแสดงว่ามีค่าความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์ในระดับมากเกินกว่า 0.800 ซึ่งสอดคล้องกับระดับความสัมพันธ์ในงานวิจัยของ Shan et al. (2013)

ผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเห็นได้ว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์จนเกิดปัญหา (Multicollinearity) ซึ่งผู้วิจัยได้จำแนกตัวแปรอิสระได้ดังนี้ ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทที่มีอิทธิพลราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และลักษณะกลไกภายในบริษัทที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO

Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ ซึ่งแสดงในตารางที่ 4.13 และตารางที่ 4.14 ดังนี้

4.3.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายนอก

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ลักษณะกลไกภายนอก แบ่งออกเป็น 6 ตัวแปร ที่ได้ทำการศึกษาได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDQ)ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี(AD) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP) และวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (PR) รายละเอียดดังตารางที่ 4.13

ตารางที่ 4.13 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายนอกกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

		MAR_{i1}	UDW	UDQ	FA	AD	IP	PR
MAR_{i1}	Pearson Correlation	1	.287*	-.287*	.406**	.298**	.392**	.098
	Sig. (2-tailed)		.013	.013	.000	.010	.001	.405
UDW	Pearson Correlation	.287*	1	-1.000**	.008	-.078	.127	.024
	Sig. (2-tailed)	.013		.000	.947	.510	.280	.838
UDQ	Pearson Correlation	-.287*	-1.000**	1	-.008	.078	-.127	-.024
	Sig. (2-tailed)	.013	.000		.947	.510	.280	.838

ตารางที่ 4.13 (ต่อ)

		MAR_1	UDW	UDQ	FA	AD	IP	PR
FA	Pearson Correlation	.406**	.008	-.008	1	.279*	.584**	.390**
	Sig. (2-tailed)	.000	.947	.947		.016	.000	.001
AD	Pearson Correlation	.298**	-.078	.078	.279*	1	.352**	.312**
	Sig. (2-tailed)	.010	.510	.510	.016		.002	.007
IP	Pearson Correlation	.392**	.127	-.127	.584**	.352**	1	.520**
	Sig. (2-tailed)	.001	.280	.280	.000	.002		.000
PR	Pearson Correlation	.098	.024	-.024	.390**	.312**	.520**	1
	Sig. (2-tailed)	.405	.838	.838	.001	.007	.000	

ตารางที่ 4.14 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามลักษณะกลไกภายนอก

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามลักษณะกลไกภายนอก	ทิศทางความสัมพันธ์
1	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW)	ทิศทางเดียวกัน (+)
2	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDQ)	ทิศทางตรงข้าม (-)
3	ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA)	ทิศทางเดียวกัน (+)
4	ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD)	ทิศทางเดียวกัน (+)
5	ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)	ทิศทางเดียวกัน (+)
6	วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (PR)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.13 และ 4.14 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะกลไกภายนอกกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย ได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDQ) ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP) และวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (PR) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานในการเข้าตลาดครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.287) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDQ) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = -0.287) หรืออาจกล่าวได้ว่า

หากบริษัทมีจำนวนผู้จัดจำหน่ายมากกว่าหนึ่งราย เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ลดลง

ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA)และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.406) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.298) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากผู้ตรวจสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP)และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.392) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากเลือกช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป ที่มีลักษณะในสถานการณ์ที่ปกติมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (PR)และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.098) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากเลือกวิธีการกำหนดราคาหุ้นสามัญ (PR) ที่มีลักษณะใช้การกำหนดราคาแบบ Book-builing จะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

4.3.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายใน

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่ลักษณะกลไกภายนอก แบ่งออกเป็น 6 ตัวแปร ที่ได้ทำการศึกษาได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA)(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท และผู้ตรวจสอบภายในรายละเอียดดังตารางที่ 4.15

ตารางที่ 4.15 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระจำแนกตามลักษณะกลไกภายในกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

		MAR_{i1}	ROE	EBITDA	SGR	OS	POL	IA
MAR_{i1}	Pearson Correlation		-.100	.383**	.223	-.142	.132	.068
	Sig. (2-tailed)		.396	.001	.056	.227	.263	.566
ROE	Pearson Correlation	-.100	1	.208	.169	.112	.053	-.127
	Sig. (2-tailed)	.396		.075	.150	.343	.656	.282
EBITDA	Pearson Correlation	.383**	.208	1	.225	-.028	.020	.215
	Sig. (2-tailed)	.001	.075		.054	.815	.866	.066
SGR	Pearson Correlation	.223	.169	.225	1	-.206	.051	.049
	Sig. (2-tailed)	.056	.150	.054		.078	.663	.678
OS	Pearson Correlation	-.142	.112	-.028	-.206	1	.085	.006
	Sig. (2-tailed)	.227	.343	.815	.078		.470	.961
POL	Pearson Correlation	.132	.053	.020	.051	.085	1	.117
	Sig. (2-tailed)	.263	.656	.866	.663	.470		.322
IA	Pearson Correlation	.068	-.127	.215	.049	.006	.117	1
	Sig. (2-tailed)	.566	.282	.066	.678	.961	.322	

ตารางที่ 4.16 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามลักษณะกลไกภายใน

ลำดับที่	ตัวแปรจำแนกตามลักษณะกลไกภายนอก	ทิศทางความสัมพันธ์
1	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE)	ทิศทางตรงข้าม (-)
2	อัตราการเติบโตของกำไร (G_EBITDA)	ทิศทางตรงข้าม (+)
3	อัตราการเติบโตของยอดขาย (SGR)	ทิศทางเดียวกัน (+)
4	สัดส่วนการถือหุ้น (OS)	ทิศทางเดียวกัน (-)
5	ความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)	ทิศทางเดียวกัน (+)
6	ผู้ตรวจสอบภายใน (IA)	ทิศทางเดียวกัน (+)

จากตารางที่ 4.15 และ 4.16 เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะกลไกภายนอกกับราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย ได้แก่ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDQ) ที่ปรึกษาทางการเงิน (FA) ผู้ตรวจสอบบัญชี (AD) ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IP) และวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (PR) ซึ่งประกอบด้วยผลรวมของลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละคู่พบว่า

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)(ROEreturn3 y) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = -0.1000) หรืออาจกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ลดลง

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ($G_EBITDA_{return\ 3\ y}$) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (r = 0.383) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อน

เข้าตลาด) เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

อัตราการเติบโตของยอดขาย ($SGR_{return\ 3\ y}$) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (r = 0.223) หรืออัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัว(OS)และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = -0.142) หรืออาจกล่าวได้ว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ลดลง

ความสัมพันธ์ทางการเมือง (POL)และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.132) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีความสัมพันธ์ทางการเมืองเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

ผู้ตรวจสอบภายใน (IA) และอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (r = 0.068) หรืออาจกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีผู้ตรวจสอบภายในที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลให้มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) เพิ่มขึ้นเช่นกัน

4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐาน

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรผู้วิจัยจึงมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ โดยการตรวจสอบ Multicollinearity นั้นจะใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) หรือค่า Tolerance โดยมีหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบคือค่า VIF ที่เหมาะสมไม่ควรมีค่าเกิน

10 หากเกินกว่านี้แสดงว่าเกิด Multicollinearity สำหรับค่า Tolerance หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่ามีแนวโน้มในการเกิดปัญหา Multicollinearity

4.4.1 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังตารางที่ 4.17และ 4.18 ดังนี้

ตารางที่ 4.17 ผลการวิเคราะห์คุณสมบัติผู้เกี่ยวข้องกับผู้จำหน่ายหลักทรัพย์อิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่การแสดงค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis) แบบ Enter Method

ตัวแปร	Enter Method		Collinearity Statistics
	Unstandardized Coefficients B	Standardized Coefficients B	Tolerance
UDW	-	-	0.000

ตารางที่ 4.18 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Multiple Regression Analysis		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			Tolerance
ตัวแปรภายนอก	(Constant)	29.969	28.729		1.043	.301	
	UDQ	-32.81	12.170	-.267	-2.69	.009	.938

		9			7		
	FA	35.857	14.213	.321	2.523	.014	.567
	AD	19.070	9.959	.210	1.915	.060	.765
	IP	4.741	16.120	.045	.294	.770	.399
	PR	-21.865	10.953	-.244	-1.996	.050	.615

R^2	.430
Adj. R^2	.328
SE of Estimate	36.06538
F	4.244
Durbin-Watson	2.081

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.17และตารางที่ 4.18 สรุปผลการวิเคราะห์ตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยข้อที่ 1 ได้ดังนี้

สมมติฐาน H1a : ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จากตารางที่ 4.17 พบว่า ตัวแปรผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) เกิดปัญหา Collinearity Statistics กล่าวคือ สภาพที่เกิดสหสัมพันธ์ (Correlation) กันเองระหว่างตัวแปรอิสระในระดับค่อนข้างสูง ซึ่งไม่เป็นไปตาม

ข้อกำหนดเบื้องต้นของการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis ; Enter Method) ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยนำตัวแปรอิสระเข้าทั้งหมด (Multiple Regression Analysis ; Enter Method) พบว่าค่า Tolerance เท่ากับ 0.000 ซึ่งตามทฤษฎีกล่าวว่า การที่ค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่า มีเกณฑ์ในการเกิดปัญหา Collinearity Statisticsการวิเคราะห์จึงผลักดันตัวแปรอิสระนี้ออกจากตัวแบบจำลอง

ซึ่งแสดงดังตารางที่ 4.17 ค่าตัวแปรพยากรณ์ที่ไม่ได้อยู่ในสมการถดถอย (Excluded Variables) กล่าวคือ ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (UDW) ไม่มีอิทธิผลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐาน H1b:จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.009ซึ่งมีค่าน้อยกว่า0.05)

สมมติฐาน H1c : ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.014 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1d : ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.060 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H1e : ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.77 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

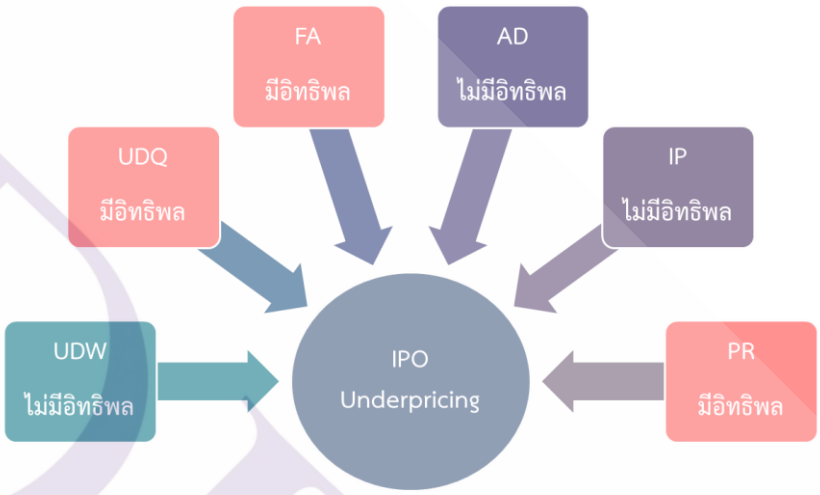
สมมติฐาน H1f : วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าวิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.05 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.05)

ตารางที่ 4.19 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน	P value
1	ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	*
2	จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.009
3	ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.14
4	ผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัทมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.60
5	ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.770
6	วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	มีอิทธิพล	0.05

สามารถสรุปลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังภาพที่ 4.10



ภาพที่ 4.10 ลักษณะกลไกภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

4.4.2 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังตารางที่ 4.20 ดังนี้

ตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์ลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่ออราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Multiple Regression Analysis		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta			Tolerance
ตัวแปรภายใน	**ROE**	-12.429	9.187	-.142	-1.353	.181	.836
	EBIDA	24.014	14.485	.221	1.658	.102	.518
	SGR	16.220	11.118	.153	1.459	.150	.839
	OS	-104.967	83.343	-.127	-1.259	.213	.904
	POL	13.991	9.264	.160	1.510	.136	.820
	IA	-7.799	9.590	-.087	-.813	.419	.802
R^2		.430					
Adj. R^2		.328					
SE of Estimate		36.06538					
F		4.244					
Durbin-Watson		2.081					

หมายเหตุ. * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.20 สรุปผลการวิเคราะห์ตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยข้อที่ 2 ได้ดังนี้

สมมติฐาน H2a : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.181 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2b : อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.102 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2c : อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.150 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2d : สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.213 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2e : ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทช่วงเวลามีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.136 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

สมมติฐาน H2f : ผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากผลการวิเคราะห์ พบว่า ผู้ตรวจสอบภายในไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pvalue มีค่าเท่ากับ 0.419 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05)

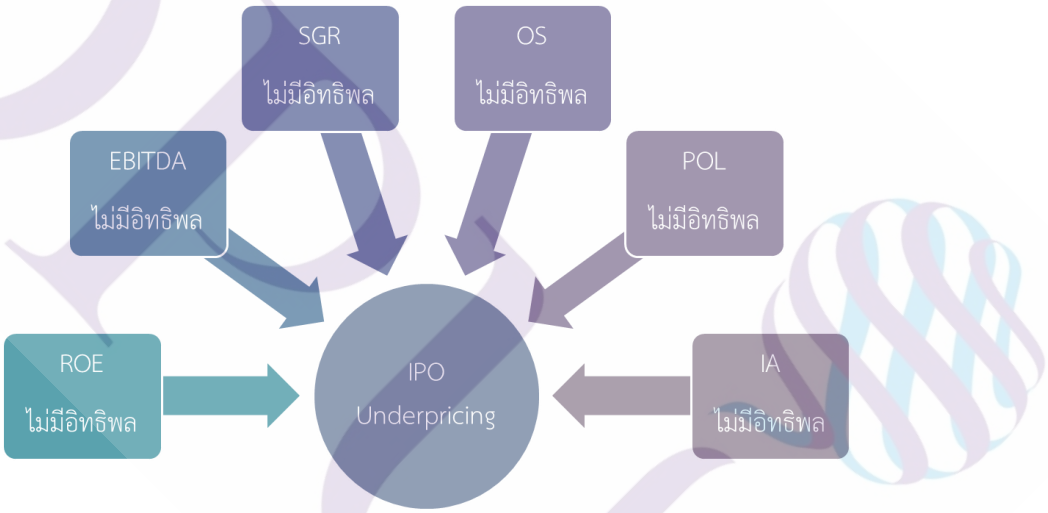
ตารางที่ 4.21 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน	P value
1	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.181
2	อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (EBITDA) (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.102
3	อัตราการเติบโตของยอดขาย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.150
4	สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.213
5	ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทช่วงเวลามีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.136

ตารางที่ 4.21 (ต่อ)

ลำดับที่	สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน	P value
6	ผู้ตรวจสอบภายในมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)	ไม่มีอิทธิพล	0.419

สามารถสรุปลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังภาพที่ 4.21



ภาพที่ 4.11 ลักษณะกลไกภายในที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

จากตารางที่ 4.21 สรุปผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้คือ

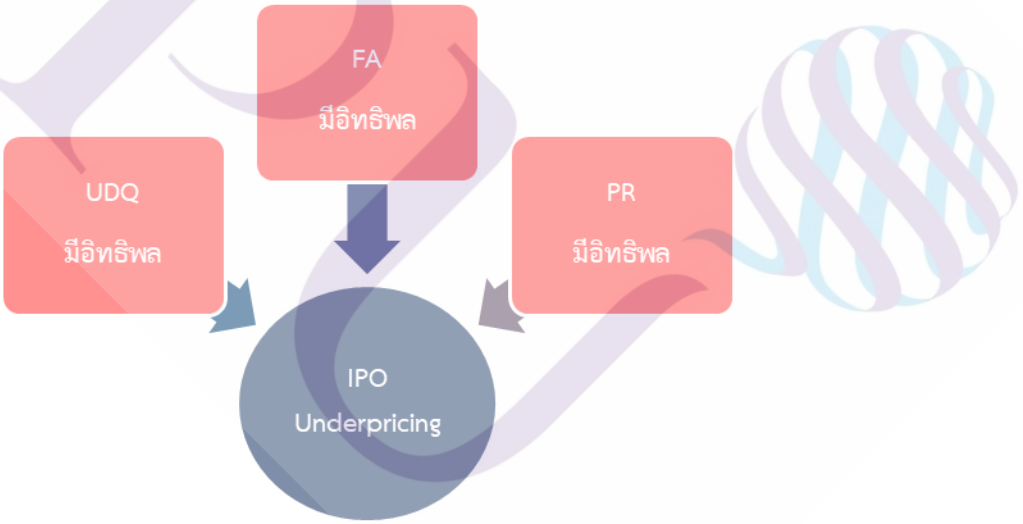
สรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ วิธีการกำหนดราคาขายหุ้น

สามัญรองลงมาคือ ที่ปรึกษาทางการเงิน อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันและจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ตามลำดับที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทิศทางตรงกันข้าม (P value น้อยกว่า 0.05) และตัวแปรอื่นที่เหลือของตัวแปรอิสระทั้งหมด พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งตัวแปรทั้งหมดสามารถอธิบายการผันผวนของตัวแปรของการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานได้ร้อยละ 43 (R^2 มีค่าเท่ากับ 0.430) และสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

สมการถดถอยที่ได้คือ $\mathbf{MAAR_i = 29.969 + 35.857\,(FA) - 21.865\,(PR) - 32.819\,(UDQ)}$

และนอกจากนี้ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุม ประเภทของอุตสาหกรรม (ตัวแปรหุ่น) แบ่งเป็น 8 ประเภทอุตสาหกรรมโดยผู้วิจัยใช้ ตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม SERVICE เป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่ามีค่า P value มากกว่า 0.05 ทั้งหมด หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ตัวแปรควบคุมต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังภาพที่ 4.12



ภาพที่ 4.12 สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่มา: รักชนก สำเนียงล้ำ (2561)

บทสรุป

ในบทนี้ผู้วิจัยได้อธิบายถึงผลการศึกษาที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเริ่มจากการวิเคราะห์เชิงพรรณนาเพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลและอธิบายทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) รวมทั้งการวิเคราะห์เชิงอนุมานโดยใช้วิธีการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการทดสอบสมมติฐานการวิจัยสำหรับในบทที่ 5 ถัดไปจะกล่าวถึงบทสรุปผลการศึกษาอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

บทที่ 5
บทสรุปและข้อเสนอแนะ

สำหรับงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2557 - 2561

ในงานวิจัยนี้เลือกใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ตามแนวทางการวิจัยของ Miller and Reilly (1987) สำหรับการสรุปและอภิปรายผลการศึกษา ในส่วนนี้จะเป็นการนำเสนอบทสรุปผลการศึกษา ตามวัตถุประสงค์ รวมทั้งการอภิปรายผลการศึกษาโดยการใช้ข้อมูลจากการทบทวนวรรณกรรมเพื่อสำหรับสนับสนุนผลการศึกษา นอกจากนี้ได้มีการนำเสนอข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต ซึ่งประกอบด้วยรายละเอียดดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

5.3 ข้อจำกัด

5.4 ข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.1.1. การศึกษาลักษณะกลไกภายนอกบริษัทที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1. ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter : UDW) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter of Quantity : UDQ) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisory : FA) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor :AD) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ช่วงเวลาในการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IPO Period : IP) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (Pricing Initial Public Offering Stocks : PR) มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.1.2. การศึกษาลักษณะกลไกภายในบริษัทที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถสรุปผลการศึกษาในแต่ละประเด็นได้ ดังต่อไปนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)(Return on Equity:$ROE_{return3y}$) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit:$G_EBITDA_{return\ 3y}$) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Sales growth rate :$SGR_{return3y}$) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure : OS) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท (Political relations: POL) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor : IA) ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากผลการศึกษา พบว่า มีหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ ลักษณะกลไกภายนอกบริษัทและลักษณะกลไกภายในบริษัท ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาเพิ่มเติมได้ดังนี้

5.2.1 ลักษณะกลไกภายนอกบริษัท

ในการศึกษาถึงลักษณะกลไกภายนอกบริษัทมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter : UDW)

ผลของการศึกษาพบว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้จะเห็นได้ว่ามีลักษณะไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ ที่กล่าวกันว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงนั้น จะสามารถแสดงถึงคุณภาพ รวมทั้งความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงนั้น จะมีนัยในการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดี มีคุณภาพ มีความน่าเชื่อถือ รวมทั้งเป็นที่ยอมรับในวงกว้าง ซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Rock (1986) และ Beatty (1989) รวมทั้ง Carter and Manaster(1990) กล่าวว่า กระบวนการในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะเป็นผู้รับผิดชอบต่อหลักทรัพย์ที่จำหน่าย ถ้าหากมีหลักทรัพย์เหลือผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ จะต้องรีบดำเนินการในการซื้อ ทำให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ลดความเสี่ยงดังกล่าวโดยมีการต่อรองราคาหลักทรัพย์ IPO ให้ต่ำลง อย่างไรก็ดีหากบริษัทมีความต้องการเงินจำนวนมากจากหลักทรัพย์ IPO จะส่งผลให้บริษัทมีความต้องการราคาหลักทรัพย์ IPO ที่สูง ดังนั้น ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงดีจะมีความเสี่ยงในการรับซื้อหลักทรัพย์ IPO ต่ำ เพราะชื่อเสียงที่ดีนั้นจะช่วยลดความไม่แน่นอนและช่วยลดระดับการเกิด Underpricing

ในการนี้ ผลการศึกษาครั้งนี้ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Anis (2010) และ Martani et al .(2012) ที่พบว่าชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัท เพราะผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่มีชื่อเสียงจะได้รับประโยชน์จากชื่อเสียงของบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

สำหรับผลการศึกษาของงานวิจัยนี้พบว่าผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัท IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ซึ่งเป็นบริษัทที่มี

กระบวนการในการทำงานอย่างเชี่ยวชาญทางด้านนี้โดยเฉพาะ รวมทั้งมีผลงานที่ดีมีความรู้ความเข้าใจ ประสบการณ์ที่ดี มีความมั่นคงน่าเชื่อถือ ดังนั้น อาจจะเป็นเหตุผลหนึ่งที่บริษัทออกจำหน่ายหลักทรัพย์ ไม่ได้ใช้ปัจจัยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเป็นการส่งสัญญาณถึงคุณภาพของบริษัทให้กับนักลงทุนและไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้สำหรับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนอาจจะไม่ใช้ชื่อเสียงของผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สำหรับการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ย่อมได้

จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter of Quantity : UDQ)

ผลของการศึกษาพบว่า ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้จะเห็นได้มีลักษณะสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณและผลการศึกษาของ Johnson and Miller (1988) ที่ว่าจำนวน underwriter ที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทก่อนที่จะออกหุ้น IPO หรืออาจจะกล่าวได้ว่า จำนวนunderwriter สามารถที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนเชื่อในราคาที่ตนตั้งมากขึ้นทำให้สามารถที่จะตั้งราคาได้สูงกว่าได้ซึ่งบางบริษัทมีจำนวนหุ้นที่มาก จึงไม่สามารถใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ได้เพียงรายเดียว เพราะเสี่ยงต่อการที่หลักทรัพย์นั้นจะขายไม่หมด การเพิ่มจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงเป็นเสมือนการเพิ่มโอกาสในการขายให้แก่บริษัท

สำหรับผลการศึกษาของงานวิจัยนี้พบว่าจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่จะเป็นจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมากกหนึ่งราย ซึ่งในแต่ละเป็นบริษัทจะใช้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์มากกว่าหนึ่งราย เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการขายหลักทรัพย์ Johnson and Miller (1988) ได้ให้เหตุผลว่า underwriter ที่มีมากจะลดความไม่แน่นอนของมูลค่าของบริษัทรวมทั้ง ลดความเสี่ยงต่อการที่หลักทรัพย์นั้นจะขายไม่หมด การเพิ่มจำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จึงเป็นเสมือนการเพิ่มโอกาสในการขายให้แก่บริษัท และยังส่งผลดีต่อบริษัททางด้านชื่อเสียงเพราะเลือกผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์อย่างมีคุณภาพ ดังนั้น จำนวนผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยสำหรับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนอาจจะมองที่จำนวนผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์สำหรับการตัดสินใจในการลงทุนซึ่งเป็นกลไกของบริษัทในการบริหารจัดการให้เหมาะสม

ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial advisory : FA)

ผลของการศึกษาพบว่า ที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้จะเห็นได้ว่ามีลักษณะสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าบริษัทที่มีที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพจึงเลือกที่

ปรึกษาทางการเงินที่ดี มีคุณภาพในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินในการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO เพราะการมีที่ปรึกษาทางการเงินที่ดีมีคุณภาพจะสร้างความน่าเชื่อถือให้กับบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO จากผลงานที่ผ่านมาของที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งหมายถึงการใช้ที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะช่วยให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือ ลดความไม่แน่นอนในอนาคตและจะเห็นว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO

รวมทั้ง ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินที่เป็นผู้นำระดับแนวหน้าสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเนื่องจากชื่อเสียง ความรู้ ประสบการณ์ในการทำงาน (Bowers & Miller ,1990) และการศึกษาของ (Bowers and Miller ,1990) พบว่า การจ้างที่ปรึกษาที่มีชื่อเสียงระดับต้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Golubov, 2012) ชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงระดับสูงสามารถสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์จากการลงทุนเพิ่มขึ้นและการมีชื่อเสียงของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มากขึ้นจะนำไปสู่การบริการที่ดีมีคุณภาพสูง

นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้กล่าวถึงการเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเป็นสิ่งแรก ที่บริษัทจะต้องทำหลังจากการตัดสินใจที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยต้องเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีรายชื่อได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และควรเลือกที่ปรึกษาทางการเงินที่มีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจและมีเวลาที่จะให้บริการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

สำหรับผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท IPO ในประเทศไทยในแต่ละบริษัทส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุด 5 อันดับแรก ซึ่งเป็นบริษัทที่มีผลงานที่ดีมีความรู้ความเข้าใจ และประสบการณ์ในธุรกิจที่ดี หรืออาจกล่าวได้ว่า การใช้บริการที่ปรึกษาทางการเงินที่มีชื่อเสียงจะช่วยสร้างให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือ มีภาพลักษณ์องค์กรที่ดีต่อสาธารณชน ลดความไม่แน่นอนในอนาคต รวมทั้งช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุนของหลักทรัพย์นั้นๆ และจะเห็นว่าที่ปรึกษาทางการเงินมีอิทธิพลต่อหลักทรัพย์ IPO ซึ่งนักลงทุนอาจจะดูที่ปรึกษาทางการเงินในแต่ละบริษัทสำหรับการประกอบการตัดสินใจการลงทุนหลักทรัพย์ IPO ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ย่อมได้

ผู้ตรวจสอบบัญชี (Auditor :AD)

ผลการศึกษาพบว่า ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้จะเห็นได้ว่ามีลักษณะไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณและไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beatty, 1989; Carter

&Manaster , 1990 ; Zhang (2007) ซึ่งตรวจสอบบัญชีมีชื่อเสียงที่ดีสามารถแสดงถึงคุณภาพของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO นักลงทุนจะตีความว่าบริษัทที่ใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่ดีมีคุณภาพสื่อถึงบริษัทไม่มีข้อมูลเท็จเกี่ยวกับแนวโน้มในการบริหารงานในอนาคต ซึ่งหมายถึง การใช้บริการผู้ตรวจสอบบัญชีที่มีชื่อเสียงจะช่วยลดความไม่แน่นอนในอนาคตได้

ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไป (IPO Period : IP)

ผลการศึกษาพบว่า ช่วงเวลาการนำหุ้นเสนอขายครั้งแรกแก่ประชาชนทั่วไปไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้จะเห็นได้ว่ามีลักษณะไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของของ (Loughan, Ritter, and Rydqvist (1994), Lee, Shleifer, and Thaler (1991) และ Baker and Wurgler (2002) ที่ระบุว่าบริษัทมักเลือกเสนอขายหุ้น IPO ในช่วงที่นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวก ส่วนเกินต่อตลาด (excessive optimism) หรือภาวะของนักลงทุน (investor sentiment) อยู่ในระดับสูง

แต่ในทางกลับกันหากมองในลักษณะทางสังคม (Sociology) สภาวะเศรษฐกิจประเทศไทยในช่วง ปี พ.ศ. 2557- พ.ศ. 2561 ถือได้ว่ามีความผันผวนเป็นอย่างมากและมีผลกระทบที่เกิดขึ้นในวงการตลาดทุนมากน้อยต่างกันไป ในเศรษฐกิจมหภาคจากการวิเคราะห์โดยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคจะมีความกังวลกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจซึ่งสาเหตุสำคัญจะมาจากการชะลอตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ ทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งเป็นผลจากปัจจัยเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศ จากการยืดเยื้อในการจัดตั้งรัฐบาล และแนวโน้มการขาดเสถียรภาพของรัฐบาล ความไม่แน่นอนทางการเมืองนี้เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนภายในประเทศ ซึ่งทำให้น่าเห็นการชะลอตัวของอุปสงค์ในประเทศ นอกจากนี้ การลดลงของการส่งออกมีผลต่อรายได้ครัวเรือนที่ส่งผลต่อทั้งการบริโภค และการตัดสินใจลงทุนของภาคเอกชน เช่นกัน หากช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมไม่ดี แต่หากผู้บริหารของบริษัทมีความสามารถสูง ก็อาจจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทลดลงไม่มาก และราคาหุ้นก็จะปรับตัวลดลงไม่มาก

วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ (Pricing Initial Public Offering Stocks : PR)

ผลการศึกษาพบว่า วิธีการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jay. R Ritter, 1991 และ Boyan and Balazs , 2007 ที่วาณิชธนกิจมักเชิญนักลงทุนรายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อดูความต้องการของตลาด หรือที่เรียกว่า Book-building ซึ่งจะทำให้ได้ข้อมูลเชิงลึกและเปิดเผยมากกว่าทั้งในแง่ของราคาที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสมและปริมาณหุ้นออกใหม่ที่นักลงทุนต้องการ การเริ่มต้นพิจารณาจากการ

เสนอราคาต่ำไว้ก่อน ทำให้ได้รับความร่วมมือจากนักลงทุนลูกค้าประจำมาเข้าร่วมให้ข้อมูลมากขึ้น แม้ว่าในกรณีที่พิจารณาแล้วราคาที่เสนอตอนเริ่มต้นหาความคิดเห็นจะต่ำไปจะมีการปรับเพิ่มราคาขึ้นได้ และหากราคาแพงไปก็ปรับราคาลงได้ แต่การเริ่มต้นจากราคาต่ำก็มักทำให้ราคาจองตั้งออกมาค่อนข้างต่ำ จึงเห็นได้ว่าวิธีการกำหนดราคาแบบ Book-building มีอิทธิพลต่อการการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing)

5.2.2. ลักษณะกลไกภายในบริษัท

ในการศึกษาถึงลักษณะกลไกภายในบริษัทมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษาสามารถอภิปรายผลในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)) (Return on Equity:ROEreturn3y)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) นั้น ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing จึงไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Hasan et al.(2013) พบว่ากำไรในอดีตของบริษัทมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนในช่วงแรกของหลักทรัพย์ IPO ในตลาดที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตอาจเป็นเพราะว่าบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่ได้พิจารณาปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนและนักลงทุนอาจจะมองว่าบริษัทออกจำหน่ายหุ้น IPO จะต้องเปิดเผยรายการที่ทำในระยะ 3 ปีที่ผ่านมาได้แก่ ชื่อผู้ที่เกี่ยวข้องและลักษณะความสัมพันธ์ข้อมูลรายการที่เกิดขึ้น อธิบายลักษณะ มูลค่า ราคา อัตราดอกเบี้ย เงื่อนไขการค้าทั้งนี้ตามหลักเกณฑ์ที่ถูกต้อง รายการระหว่างกันของบริษัทจดทะเบียนต้องแสดงได้ว่าเป็นราคาที่ยุติธรรม เป็นราคาตลาด อีกทั้งเงื่อนไขเป็นไปตามธุรกิจปกติ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ,2560) ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเหล่านี้ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะทำให้นักลงทุนมองว่าข้อมูลทางการเงินในส่วนที่เปิดเผยเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด)เป็นการวัดอัตราการทำกำไรของบริษัทหลักทรัพย์ IPO ในอดีต ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในแต่ละบริษัทส่วนใหญ่มีอัตราผลตอบแทนที่ดีจึงทำให้บริษัทเหล่านั้น

ตัดสินใจนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าวอาจจะทำให้นักลงทุนไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) แต่อาจจะมองถึงการเติบโตของบริษัทในอนาคตมากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราการทำกำไรในอดีตที่ผ่านมาแล้ว

อัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Growth Operating Profit:G_EBITDAreturn 3y)

ผลของการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุน

จากผลการศึกษาในครั้งนี้อาจจะชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ไม่พิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย(ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ซึ่งในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน และนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มากกว่าจะให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและสภาพคล่องของบริษัทในอดีต ซึ่งจากเหตุผลดังกล่าวนี้อาจจะทำให้บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ใช้ปัจจัยอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) เป็นสัญญาณในการสื่อถึงความสามารถ ผลการดำเนินงานและคุณภาพของบริษัทในอดีตที่ผ่านมาเพื่อสร้างผลงานรวมทั้งความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในการตัดสินใจ

อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) (Sales growth rate :SGRreturn3y)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricingในทิศทางตรงข้ามซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) อาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความสามารถในการทำกำไรและความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งผลการศึกษายังไม่สอดคล้องกับ ของ Zheng and Stangeland (2007) พบว่าการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโต

ของยอดขาย โดยกล่าวเพิ่มเติมเกี่ยวกับหลักฐานที่พบว่าการกลับรายการบัญชี การบันทึกบัญชีใช้เกณฑ์คงค้างและการตกแต่งกำไรอาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนดังกล่าวได้ ทั้งนี้ยังมีการศึกษาในประเทศไทยพบว่าอัตราผลตอบแทนในวันแรกของหุ้น IPO มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการเติบโตของรายได้ในปีที่ 1 2 และ3 หลังจากการเข้า IPO อย่างมีนัยสำคัญเป็นการแสดงว่าหุ้นไอพีโอมีการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าเป็นบริษัทที่คุณภาพดีโดยใช้การเติบโตของรายได้เป็นตัววัดคุณภาพของบริษัท (ภารตี รัศมี , 2553) และHasan et al.(2013) ชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งคำนวณมาจาก กำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน คำนวณมาจาก กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายสุทธิ เป็นตัวแปรตัวหนึ่งที่ใช้วัดอัตราการทำกำไรในอดีตของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน สามารถอธิบายประสิทธิภาพของหลักทรัพย์ IPO ในระยะสั้นได้อย่างเหมาะสมซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราการทำกำไรของบริษัทมีผลมาจากยอดขายของบริษัท

ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้อาจจะชี้ให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO อาจจะพิจารณาปัจจัยอัตราการเติบโตของยอดขาย (ย้อนหลัง 3 ปีก่อนเข้าตลาด) ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุนและนักลงทุนอาจจะให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทเกี่ยวกับความสามารถในการเพิ่มยอดขายเพื่อวัดความสามารถในการทำกำไรและคุณภาพของบริษัท มากกว่าจะให้ความสำคัญกับข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงทางการเงินในอดีต

สัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและสัดส่วนผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Ownership Structure : OS)

ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่กล่าวว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งถึงคุณภาพ ความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO ให้กับนักลงทุนซึ่งแตกต่างกับผลการศึกษาของ Karlis(2000) และ Leland et al. (1977) กล่าวว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากออกจำหน่ายหลักทรัพย์ IPO มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ IPO เพราะผู้ถือหุ้นเดิมเปรียบเสมือนเป็นตัวแทนของบริษัท ซึ่งมีความรู้และเข้าใจเกี่ยวกับข้อมูลภายในของบริษัทเป็นอย่างดีและเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งให้กับนักลงทุนว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดี มีความน่าเชื่อถือบุคคลภายในจึงถือไว้เพื่อรับผลตอบแทนในอนาคต

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีตและสำหรับตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยนักลงทุนอาจจะคิดว่าปัจจัยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทแต่ละบริษัทหลักทรัพย์

IPO มีสัดส่วนการถือครองหุ้นในสัดส่วนไม่แตกต่างกันในแต่ละบริษัทและผู้ถือหุ้นเดิมมีการถือครองหุ้นในสัดส่วนจำนวนค่อนข้างสูง ดังนั้นบริษัทผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์อาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยสัดส่วนการถือหุ้นเดิมของบริษัทเป็นข้อมูลในการส่งสัญญาณว่าบริษัทเป็นบริษัทที่ดีมีคุณภาพและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน นอกจากนี้อาจไม่ได้ใช้ปัจจัยนี้ในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ IPO เพื่อดึงดูดนักลงทุน

ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัท (Political relations: POL)

จากการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mobarak and Purbasare (2006) พบว่าบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองของประธานบริษัทในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงการปกครองของประธานาธิบดีซูนาโต ได้รับประโยชน์จากการลดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอากรขาเข้า ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง Faccio et al. (2006) ได้สนับสนุนมุมมองนี้ว่า กิจการที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองนั้นจะได้อัตรา ภาษีที่ต่ำกว่า ส่งผลให้ต้นทุนในการดำเนินงานนั้นต่ำลง จากที่กล่าวมาความสัมพันธ์ทางการเมืองระหว่างกิจการกับนักการเมือง ทั้งในแง่ที่กิจการได้รับประโยชน์จากความสัมพันธ์ทางการเมือง และในแง่การทำให้เกิดต้นทุนทางการเมือง

แต่หากวิเคราะห์ในแง่ความสัมพันธ์ระหว่างธุรกิจกับการเมืองในประเทศไทยเป็นการเชื่อมผลประโยชน์ซึ่งกันและกันที่เกิดขึ้นมาอย่างยาวนานและพบได้ในหลายๆรัฐบาล โดยเฉพาะกับบุคคลในคณะรัฐมนตรี ซึ่งส่วนใหญ่มาจากรากฐานทางธุรกิจ ซึ่งในงานวิจัยนี้แม้จะไม่มีอิทธิพล แต่ในทางปฏิบัติหรือทางสังคมนั้น เป็นที่ทราบกันดีว่าการเข้ามาของกลุ่มธุรกิจสามารถเข้าถึงอำนาจทางการเมืองได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม ซึ่งเป็นสิ่งที่มีลักษณะมองไม่เห็นในทางกลไกตลาดที่ผสมกับวัฒนธรรมแบบไทย

ผู้ตรวจสอบภายใน (Internal Auditor : IA)

จากการศึกษาพบว่า ผู้ตรวจสอบภายในไม่มีอิทธิพลต่อ IPO Underpricing ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Brown (1983) ที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ผู้สอบบัญชีของสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญในการพิจารณาความน่าเชื่อถือของการปฏิบัติงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน พบว่า ปัจจัยด้านความเที่ยงธรรมในการปฏิบัติงานและปัจจัยด้านคุณภาพของงานตรวจสอบภายในในปีที่ผ่านมานั้นมีผลต่อการเชื่อถือในผลงานของหน่วยงานตรวจสอบภายใน Margheim (1986) พบว่า ปัจจัยด้านความรู้ความสามารถและผลการปฏิบัติงานของผู้ตรวจสอบภายในนั้นส่งผลต่อความเชื่อมั่นในผลงานของผู้ตรวจสอบภายใน

แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยในอดีต ซึ่งนักลงทุนที่จะลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น อาจจะมิได้มองถึงผู้ตรวจสอบภายในด้วยเหตุผลที่ว่าจะมองภาพใหญ่โดยรวมของบริษัทมากกว่าเฉพาะเจาะจงในเรื่องของการตรวจสอบ เพราะว่าการตรวจสอบภายในนั้นเป็นหน้าที่ของบริษัทที่จะต้องดำเนินการภายในอยู่แล้ว นักลงทุนจึงให้ความสนใจเกี่ยวกับประเด็นภายนอกซึ่งเป็นกลไกของบริษัทที่จะทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุนและเกิดประสิทธิภาพอย่างสูงสุดในหลายๆด้าน โดยเฉพาะ การตรวจสอบภายใน เป็นการให้ข้อมูลแก่ฝ่ายบริหาร และเป็นหลักประกันขององค์กรในด้านการประเมินประสิทธิผลและประสิทธิภาพของระบบการควบคุมภายในที่เหมาะสม ทั้งในด้านการเงินและการบริหารงานเพื่อส่งเสริมการปฏิบัติงานให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายขององค์กร

5.3 ข้อจำกัด

ข้อจำกัดที่พบในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีประเด็นดังต่อไปนี้

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในการเสนอขายครั้งแรก (IPO Underpricing) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้มีการคัดเลือกประชากรกลุ่มตัวอย่าง เฉพาะบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2557 – 2561 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงทำให้ประชากรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัยนี้มีจำนวนประชากรกลุ่มตัวอย่างน้อย ดังนั้น ผลการวิจัยจึงอาจไม่ได้ครอบคลุมบริษัทอื่นๆที่อยู่นอกขอบเขตของงานวิจัยในครั้งนี้

5.4 ข้อเสนอแนะ

1. นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ IPO ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้จะเห็นได้ว่า ปัจจัยทางด้านกลไกภายนอกของบริษัทอาจจะเป็นการส่งสัญญาณข้อมูลบางอย่างให้กับนักลงทุนเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

2. นักศึกษาและผู้ที่สนใจสามารถนำผลการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ในการพัฒนาองค์ความรู้ต่อไปในอนาคต เกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดราคาต่ำกว่ามาตรฐานของหลักทรัพย์ IPO ซึ่งอาจจะทำให้มีผลการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป ที่จะทำให้มีประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียต่อไป

บรรณานุกรม

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

กรวิกา อรินใจ. (2553). *ปัญหาด้านการจัดทำบัญชีและการควบคุมภายในของกลุ่มออมทรัพย์เพื่อการผลิตในอำเภอพาน จังหวัดเชียงราย* (การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต). เชียงใหม่ : มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

กัลยา วานิชย์บัญชา และฐิตา วนิชย์บัญชา. (2558). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล* (พิมพ์ครั้งที่ 15). กรุงเทพฯ: สามลดา.

กัลยานี ภาคอัต. (2559). ทฤษฎีอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก. *วารสารการจัดการธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา, 5(1)*. ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา.

กิตติศักดิ์ มะลัย. (2557). *ผลกระทบของการควบคุมภายในเชิงกลยุทธ์ที่มีต่อประสิทธิภาพการจัดทำบัญชีของวิทยาลัยเทคโนโลยีอาชีวศึกษาเอกชนในประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต). มหาสารคาม : มหาวิทยาลัยมหาสารคาม.

ขวัญชนก ห่านนิมิตกุลชัย. (2556). แนวทางปฏิบัติและปัญหาในการจัดทำบัญชีของผู้ทำบัญชีวิสาหกิจชุมชนในจังหวัดสกลนคร. *เรื่องเต็มการประชุมวิชาการของมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ครั้งที่ 51 : สาขาศึกษาศาสตร์, สาขาเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจ, สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์. วันที่ 5-7 กุมภาพันธ์ 2556.* กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. สำนักงานของวาณิชธนกิจ กรณีศึกษาประเทศไทย. วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) กรุงเทพฯ.

ณัฐจิรา คณานุรักษ์. (2554). การศึกษาอิสระ ผลกระทบของการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียง *ทะเบียน เล่มที่ 1: บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของ "กรรมการ" และ "คณะกรรมการ"*. สืบค้น 24 เมษายน 2560, จาก https://www.set.or.th สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). ออกหุ้น/หุ้น.สืบค้น 27 เมษายน 2562, จาก www.sec.or.th

บุญชมศรีสะอาด. (2556). *วิธีการทางสถิติสำหรับการวิจัยเล่ม 1*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์สุวีริยาสาส์น.

ภารตี รัศมี. *Underpricing and firm quality : evidence from Thai IPO firms (HG5750. 55. ก 3 ภ 643 2554)* (Doctoral dissertation, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วาโร เพ็งสวัสดิ์. (2553). *สถิติประยุกต์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์*. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์สุวีริยาสาส์น.

วิทยา จารุพงศ์โสภณ (2556). *กลยุทธ์ราคา=Pricing & Marketing Profitability*.กรุงเทพฯ: บริษัท แปลน พริ้นติ้ง จำกัด.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ, 31(120),* 1-4.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). การจดทะเบียนหลักทรัพย์.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2547). *คู่มือกรรมการบริษัทจด* สำราญ มีแจ้ง. (2557). สถิติชั้นสูงสำหรับการวิจัย ทฤษฎีและปฏิบัติ. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาต่างประเทศ

Adams, R. B., & Mehran, H. (2005). *Corporate performance*, board structure and its determinants in the banking industry.

Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics, 48(2),* 371-406.

Akerlof, G. A. (1970). The market for'lemons': asymmetrical information and market behavior. *Quarterly Journal of Economics, 83(3),* 488-500.

Allen, Franklin and Gerald R. Faulhabour (1989). Signaling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics. 23*, 303-323.

Barnhart, S. W., & Rosenstein, S. (1998). Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *Financial Review, 33(4),* 1-16.

Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., & Vetsuypens, M. R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial economics, 27(2),* 447-471.

Beasley, M. S. (1996) . An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 443-465.

Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review,* 693-709.

Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review,* 693-709.

Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics, 15(1-2),* 213-232.

Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal, 55(5),* 24-36.

Benvenitst, L., Spindt, P., (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics, 24,* 343-362.

Bowers, H. M., & Miller, R. E. (1990). Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions. *Financial Management,* 34-44.

BoyanJovanovic and BalàzsSzentes. (2007). *IPO Underpricing: Auctions vs. Book Building*. NYU and the University of Chicago, 12-13.

Brennan, M. J., & Hughes, P. J. (1991). Stock prices and the supply of information. *The Journal of Finance, 46(5),* 1665-1691.

Carter, R., &Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. t*he Journal of Finance, 45(4),* 1045-1067.

Caselli, S., & Di Giuli, A. (2010). Does the CFO matter in family firms? Evidence from Italy. *The European Journal of Finance, 16(5),* 381-411.

Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of management review, 28(3),* 432-446.

Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO‐stage new ventures. *Strategic management journal, 22(6‐7),* 641-658.

Certo, S. T., Holmes Jr, R. M., & Holcomb, T. R. (2007). The influence of people on the performance of IPO firms. *Business Horizons, 50(4),* 271-276.

Chang, X. S., Gygax, A., Oon, E., & Zhang, H. F. (2007). *Audit quality*, auditor compensation and IPO underpricing.

Chemmanur, T. J., &Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics, 76(2),* 331-368.

Chemmanur, T., (1993). The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production. *Journal of Finance, 48,* 285-304.

Cornelli, F., Goldreich, D., (2002). *Boodbuilding: How informative is the order book? Working paper*, London Business School.

D. P. Baron. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance,37,* 955-76.

Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., &Roengpitya, R. (2003). IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice, 27(3),* 271-295.

Darmadi, S., &Gunawan, R. (2012). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance, 39(2),* 181-200.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research, 13(1),* 1-36.

Derrien, F., (2005). IPO pricing in "Hot" market conditions: Who leaves money on the table?. *Journal of Finance, 60,* 487-521.

Espenlaub, S., & Tonks, I. (1998). Post-IPO directors' sales and reissuing activity: An empirical test of IPO signalling models. *Journal of Business Finance & Accounting, 25(9-10),* 1037-1079.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics, 26(2),* 301-325.

Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal, 23(10),* 941-955.

Gao, N., & Jain, B. A. (2011). Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, *35(7),* 1669-1682.

George A. Akerlof. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics.84 (3),* 488-500.

Golubov, A., Petmezas, D., &Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance, 67(1),* 271-311.

Hanley, K., (1993). The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics, 34,* 231-250.

Hasan, T., Hadad, M., &Gorener, R. (2013). Value relevance of accounting information and IPO performance in Indonesia. *Accounting and Finance Research, 2(1),* 90.

Hermalin, B. E., &Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously.

Hidayat, A. W., & Kusumastuti, R. (2014). The Influence of Corporate Governance Structure towards Underpricing. *Bisnis&Birokrasi, 21(2),* 90.

Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate governance, 6(2),* 101-111.

Iman, R. L. and Conover, W.J. "*The Use of the Rank Transform in Regression*." Technometrics (November., 1979) : 499-509

Jay R. Ritter. (1991). *The Long-run Performance of Initial Public Offerings*. Journal of Finance. 46 (1): 3-27.

Jay R. Ritter. (1998). *Initial Public Offerings. reprinted (with modifications) in Contemporary Finance Digest. 2 (1),* 5-30.

Jay R. Ritter. *Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970-2011.* Available Apr 11, 2013 http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012-5years.pdf

Jegadeesh, N., Weinstein, M. and Welch, I., (1993). An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics, 34*, 153-175.

Jenkinson, T., Ljungqvist, A., (2001). Going public, Oxford University Press, England.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics, 3(4),* 305-360.

Jiroj Buranasiri . (2014). Concept of Pricing Initial Public Offering Stocks. *Thailand. journal of social sciences srinakharinwirot university* pp.274-282)

K. Rock. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics. 15,* 187-212.

Karlis, P. L. (2000). Ipo underpricing. *The Park Place Economist, 8(1),* 81-89.

Keloharju, M., (1993). The winner's cure, legal liability, and the long-term price performance of initial public offerings in Finland. *Journal of Financial Economics, 34,* 251-277.

Keown, A. J., J. D. Martin, et al. (2005). *Financial management: Principles and applications*. International Edition, New Jersey: Prentice Hall.

Kim, K. A., Nofsinger, J. R., Mohr, D. J., & Hall, P. P. (2010). The Board of Directors. *Corporate Governance, 42.*

Koh, F., Walter, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics, 23*, 251-272.

Koo-smith, Y., Wethyavivorn, K. (1991). Initial public offers in Thailand, 1988-1989 : price and returns patterns. *Pacific-Basin Capital Markets Research, 2,* 379-394.

Lee, P.J., Taylor, S., L., Walter, T., S. (1996). Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking & Finance, 20,* 1189-1210.

Lemke and Lins, (n.d.). *Soft Dollars and Other Trading Activities*, §2:3 (Thomson West, 2013-2014 ed.).

Levis, M. (1990). The winners curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings. *Economic Journal*, 100, 76-89.

Ljungqvist, A., Nanda, V., & Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *The Journal of Business, 79(4),* 1667-1702.

Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal, 2,* 165-199.

Loukani, Ravi. (2000). *Information Acquision and Dissemination of the Initial Public of Offerings: The Base of the Thai Stock Market: JDBA Doctoral Dissertation*. Chulalonkorn University. Bangkok. Thailand.

Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance, 7(3),* 235-256.

Martani, D. , Sinaga, I. L. , &Syahroza, A. (2012) . Analysis on Factors Affecting IPO Underpricing and their Effects on Earnings Persistence. *World Review of Business Research, 2(2),* 1-15.

McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Department of Accounting and Finance Working Paper, 6, 0203.

Michaely, R. and Shaw, W.H., (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories. *Review of Financial Studies.7,* 279-319.

Miller, R. E., & Reilly, F. K. (1987). An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings. *Financial Management,* 33-38.

Mnif, A. (2010, May). *Board of directors and the pricing of initial public offerings (IPOs): Does the existence of a properly structured board matter? Evidence from France*. In La place de la dimension européennedans la ComptabilitéContrôle Audit (pp. CD-ROM).

Morsfield, S. G., & Tan, C. E. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. *The Accounting Review, 81(5),* 1119-1150.

Nakano, M., & Nguyen, P. (2012). Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review, 20(4),* 369-387.

Pyle, L. (1977) . Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance.*

Ritter J R (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest, 2(1),* 5-30.

Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The journal of finance, 46(1),* 3-27.

Ritter, J.R. and Welch, I., (2002). *A review of IPO activity, pricing and allocations*. Journal of Finance, 57, 1795-1827.

Ritter, J.R., (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest, 2,* 5 - 30.

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics, 15(1-2),* 187-212.

Sahoo, S. (2014). The impact of corporate board structure on the pricing performance of initial public offerings. *IUP Journal of Applied Finance, 20(4),* 22.

Saito, R., &Maciel, L. P. (2006). *Underpricing of Brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005*. Anais do EncontroAnual da Associação Nacional de Pós-Graduação e PesquisaemAdministração, Salvador, BA, Brasil.

Seha M. Tinil. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *Journal of Finance. 63(4),* 789-822.

Shiguang Ma. (2005). *Why Are the First Day Returns of China's IPOs So High?.* Proceedings of the 4th Global Conference on Business & Economics, Oxford, UK. University of Wollongong Research Online. 1-21.

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of accounting and economics, 16(1-3),* 167-198.

Spence, M. (1978). *Job market signaling*. In Uncertainty in Economics (pp. 281-306).

Suchard, J. A., & Singh, M. (2007). Determinants of the Pricing of Privatization IPOs in the UK and Australia. *International journal of Business, 12(3),* 361.

Sulistyanto, S., &Wibisono, H. (2003). Good corporate governance: Berhasilkahditerapkan di Indonesia. *JurnalWidya Warta, 2.*

Susanto, L. (2007). AnalisisPengaruhRasio-RasioKeuanganterhadap Underpricing Perusahaan yang MelakukanPenawaranUmumPerdana di Bursa Efek Jakarta. *JurnalAkuntansi. Year XI, (3),* 221-229.

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics, 53(1),* 113-142.

Vithessonthi, Chaiporn. (2008). The Short-run Performance of Initial Public Offerings. An Experience Study for Thailand. *The Business Review, Cambridge, 9,* 48-54.

Welch, I., (1992). Sequential sales, learning and cascades. *Journal of Finance, 47,* 695-732.

Welch, Ivo (1989). Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance. 44,* 421-449.

Yatim, P. (2011). *Underpricing and Board Structures: An Investigation of Malaysian IPOs. In ECMLG2008-Proceedings of the 4th European Conference on Management Leadership and Governance: ECMLG (p. 213)*. Academic Conferences Limited.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics, 40(2),* 185-211.

Yolana, C., &Martani, D. (2005). *Variabel-variabel yang mempengaruhifenomena underpricing padapenawaransahamperdana di BEJ tahun 1994-2001.* In Makalah Seminar, Seminar Nasional Akuntansi.

ภาคผนวก

```
CORRELATIONS
  /VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA
  /PRINT=TWOTAIL NOSIG
  /MISSING=PAIRWISE.
```

Correlations

Notes

Output Created		24-JUL-2019 19:35:39
Comments		
Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\อ.นุ่ม\IPO.sav
	Active Dataset	DataSet1
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	Statistics for each pair of variables are based on all the cases with valid data for that pair.
Syntax		CORRELATIONS /VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA /PRINT=TWOTAIL NOSIG /MISSING=PAIRWISE.
Resources	Processor Time	00:00:00.19
	Elapsed Time	00:00:00.28

Correlations

		return	UDW	UDQ	FA	AD	IP	PR	ROE	EBIDA
return	Pearson Correlation	1	.287*	-.287*	.406**	.298**	.392**	.098	-.100	.383**
	Sig. (2-tailed)		.013	.013	.000	.010	.001	.405	.396	.001
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
UDW	Pearson Correlation	.287*	1	-1.000**	.008	-.078	.127	.024	-.092	.022
	Sig. (2-tailed)	.013		.000	.947	.510	.280	.838	.438	.854
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
UDQ	Pearson Correlation	-.287*	-1.000**	1	-.008	.078	-.127	-.024	.092	-.022
	Sig. (2-tailed)	.013	.000		.947	.510	.280	.838	.438	.854
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
FA	Pearson Correlation	.406**	.008	-.008	1	.279*	.584**	.390**	.112	.529**
	Sig. (2-tailed)	.000	.947	.947		.016	.000	.001	.342	.000
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
AD	Pearson Correlation	.298**	-.078	.078	.279*	1	.352**	.312**	-.069	.246*
	Sig. (2-tailed)	.010	.510	.510	.016		.002	.007	.558	.034
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
IP	Pearson Correlation	.392**	.127	-.127	.584**	.352**	1	.520**	.103	.633**
	Sig. (2-tailed)	.001	.280	.280	.000	.002		.000	.382	.000
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
PR	Pearson Correlation	.098	.024	-.024	.390**	.312**	.520**	1	.151	.353**
	Sig. (2-tailed)	.405	.838	.838	.001	.007	.000		.200	.002
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
ROE	Pearson Correlation	-.100	-.092	.092	.112	-.069	.103	.151	1	.208
	Sig. (2-tailed)	.396	.438	.438	.342	.558	.382	.200		.075

	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
EBIDA	Pearson Correlation	.383**	.022	-.022	.529**	.246*	.633**	.353**	.208	1
	Sig. (2-tailed)	.001	.854	.854	.000	.034	.000	.002	.075	
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
SGR	Pearson Correlation	.223	.035	-.035	.082	.147	.203	.251*	.169	.225
	Sig. (2-tailed)	.056	.768	.768	.490	.210	.083	.031	.150	.054
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
OS	Pearson Correlation	-.142	.015	-.015	-.030	.062	-.032	-.078	.112	-.028
	Sig. (2-tailed)	.227	.900	.900	.802	.598	.785	.509	.343	.815
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
POL	Pearson Correlation	.132	.049	-.049	-.013	.176	.249*	.283*	.053	.020
	Sig. (2-tailed)	.263	.677	.677	.912	.133	.033	.015	.656	.866
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74
IA	Pearson Correlation	.068	-.054	.054	.248*	.312**	.251*	.320**	-.127	.215
	Sig. (2-tailed)	.566	.650	.650	.033	.007	.031	.006	.282	.066
	N	74	74	74	74	74	74	74	74	74

Correlations

		SGR	OS	POL	IA
return	Pearson Correlation	.223	-.142	.132	.068
	Sig. (2-tailed)	.056	.227	.263	.566
	N	74	74	74	74
UDW	Pearson Correlation	.035	.015	.049	-.054
	Sig. (2-tailed)	.768	.900	.677	.650
	N	74	74	74	74
UDQ	Pearson Correlation	-.035	-.015	-.049	.054
	Sig. (2-tailed)	.768	.900	.677	.650
	N	74	74	74	74
FA	Pearson Correlation	.082	-.030	-.013	.248*

	Sig. (2-tailed)	.490	.802	.912	.033
	N	74	74	74	74
AD	Pearson Correlation	.147	.062	.176	.312**
	Sig. (2-tailed)	.210	.598	.133	.007
	N	74	74	74	74
IP	Pearson Correlation	.203	-.032	.249*	.251*
	Sig. (2-tailed)	.083	.785	.033	.031
	N	74	74	74	74
PR	Pearson Correlation	.251*	-.078	.283*	.320**
	Sig. (2-tailed)	.031	.509	.015	.006
	N	74	74	74	74
ROE	Pearson Correlation	.169	.112	.053	-.127
	Sig. (2-tailed)	.150	.343	.656	.282
	N	74	74	74	74
EBIDA	Pearson Correlation	.225	-.028	.020	.215
	Sig. (2-tailed)	.054	.815	.866	.066
	N	74	74	74	74
SGR	Pearson Correlation	1	-.206	.051	.049
	Sig. (2-tailed)		.078	.663	.678
	N	74	74	74	74
OS	Pearson Correlation	-.206	1	.085	.006
	Sig. (2-tailed)	.078		.470	.961
	N	74	74	74	74
POL	Pearson Correlation	.051	.085	1	.117
	Sig. (2-tailed)	.663	.470		.322
	N	74	74	74	74
IA	Pearson Correlation	.049	.006	.117	1
	Sig. (2-tailed)	.678	.961	.322	
	N	74	74	74	74

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Regression

Notes

Output Created		24-JUL-2019 18:28:54
Comments		
Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\๑. ปุ๋ม\IPO.sav
	Active Dataset	DataSet0
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used.
Syntax		REGRESSION /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA COLLIN TOL /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) /NOORIGIN /DEPENDENT return /METHOD=ENTER UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA /RESIDUALS DURBIN.
Resources	Processor Time	00:00:00.09
	Elapsed Time	00:00:00.19
	Memory Required	11472 bytes

	Additional Memory Required for Residual Plots	0 bytes

[DataSet0] C:\Users\Admin\Desktop\อ.ปุ๋ม\IPO.sav

Variables Entered/Removed[a]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IA, OS, UDQ, POL, ROE, FA, SGR, AD, PR, EBIDA, IP[b]	.	Enter

a. Dependent Variable: return

b. Tolerance = .000 limit reached.

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.655[a]	.430	.328	36.06538	2.081

a. Predictors: (Constant), IA, OS, UDQ, POL, ROE, FA, SGR, AD, PR, EBIDA, IP

b. Dependent Variable: return

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	60717.195	11	5519.745	4.244	.000[b]
	Residual	80644.103	62	1300.711		
	Total	141361.299	73			

a. Dependent Variable: return

b. Predictors: (Constant), IA, OS, UDQ, POL, ROE, FA, SGR, AD, PR, EBIDA, IP

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Collinearity Statistics
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance
1	(Constant)	29.969	28.729		1.043	.301	
	UDQ	-32.819	12.170	-.267	-2.697	.009	.938
	FA	35.857	14.213	.321	2.523	.014	.567
	AD	19.070	9.959	.210	1.915	.060	.765
	IP	4.741	16.120	.045	.294	.770	.399
	PR	-21.865	10.953	-.244	-1.996	.050	.615
	ROE	-12.429	9.187	-.142	-1.353	.181	.836
	EBIDA	24.014	14.485	.221	1.658	.102	.518
	SGR	16.220	11.118	.153	1.459	.150	.839
	OS	-104.967	83.343	-.127	-1.259	.213	.904
	POL	13.991	9.264	.160	1.510	.136	.820
	IA	-7.799	9.590	-.087	-.813	.419	.802

Coefficients[a]

Model		Collinearity Statistics
		VIF
1	(Constant)	
	UDQ	1.066
	FA	1.763
	AD	1.308
	IP	2.505
	PR	1.627
	ROE	1.197
	EBIDA	1.929
	SGR	1.192
	OS	1.106
	POL	1.220
	IA	1.247

a. Dependent Variable: return

Excluded Variables[a]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics Tolerance	VIF
1	UDW	.[b]	.	.	.	.000	.

Excluded Variables[a]

Model		Collinearity Statistics Minimum Tolerance
1	UDW	.000

a. Dependent Variable: return

b. Predictors in the Model: (Constant), IA, OS, UDQ, POL, ROE, FA, SGR, AD, PR, EBIDA, IP

Collinearity Diagnostics[a]

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions (Constant)	UDQ	FA	AD
1	1	9.400	1.000	.00	.00	.00	.00
	2	.596	3.971	.00	.00	.00	.04
	3	.486	4.398	.00	.01	.01	.01
	4	.362	5.095	.01	.08	.01	.00
	5	.273	5.866	.00	.00	.01	.06
	6	.245	6.197	.00	.00	.01	.86
	7	.210	6.696	.00	.00	.06	.00
	8	.174	7.348	.00	.20	.00	.00
	9	.095	9.941	.02	.47	.09	.00
	10	.084	10.609	.01	.08	.66	.00
	11	.061	12.416	.00	.05	.12	.01
	12	.014	25.663	.96	.10	.02	.02

Collinearity Diagnostics[a]

Model	Dimension	Variance Proportions IP	PR	ROE	EBIDA	SGR	OS	POL
1	1	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.00	.01	.46	.00	.00	.00	.04
	3	.00	.01	.04	.01	.00	.00	.68
	4	.02	.24	.06	.01	.00	.01	.05
	5	.02	.00	.18	.01	.03	.00	.00
	6	.01	.01	.17	.02	.01	.00	.01
	7	.03	.17	.02	.04	.48	.00	.03
	8	.01	.45	.02	.04	.24	.00	.03
	9	.01	.01	.00	.27	.00	.10	.02
	10	.01	.06	.00	.19	.09	.07	.06
	11	.90	.04	.02	.42	.00	.00	.08
	12	.00	.00	.02	.00	.15	.82	.00

Collinearity Diagnostics[a]

Model	Dimension	Variance Proportions IA
1	1	.00
	2	.08
	3	.03
	4	.00
	5	.76
	6	.00
	7	.00
	8	.12
	9	.00
	10	.00
	11	.01

12	.00

a. Dependent Variable: return

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-64.0161	116.2260	34.2022	28.83994	74
Residual	-47.07478	105.29152	.00000	33.23723	74
Std. Predicted Value	-3.406	2.844	.000	1.000	74
Std. Residual	-1.305	2.919	.000	.922	74

a. Dependent Variable: return

```
EXAMINE VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA
  /PLOT BOXPLOT STEMLEAF NPPLOT
  /COMPARE GROUPS
  /STATISTICS DESCRIPTIVES
  /CINTERVAL 95
  /MISSING LISTWISE
  /NOTOTAL.
```

Explore

Notes

Output Created		24-JUL-2019 18:36:23
Comments		
Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\อ.ปุ๋ม\IPO.sav
	Active Dataset	DataSet0
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74

Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.
Syntax		EXAMINE VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA /PLOT BOXPLOT STEMLEAF NPPLOT /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.
Resources	Processor Time	00:00:08.53
	Elapsed Time	00:00:07.24

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
return	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
UDW	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
UDQ	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
FA	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
AD	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
IP	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
PR	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%

ROE	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
EBIDA	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
SGR	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
OS	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
POL	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%
IA	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%

Descriptives

			Statistic	Std. Error
return	Mean		34.2022	5.11550
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	24.0070	
		Upper Bound	44.3973	
	5% Trimmed Mean		29.4060	
	Median		19.0950	
	Variance		1936.456	
	Std. Deviation		44.00518	
	Minimum		-20.16	
	Maximum		200.00	
	Range		220.16	
	Interquartile Range		38.90	
	Skewness		1.810	.279
	Kurtosis		3.599	.552
UDW	Mean		.1486	.04164
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.0657	
		Upper Bound	.2316	
	5% Trimmed Mean		.1096	
	Median		.0000	
	Variance		.128	
	Std. Deviation		.35817	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	

	Interquartile Range		.00	
	Skewness		2.016	.279
	Kurtosis		2.123	.552
UDQ	Mean		.8514	.04164
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.7684	
		Upper Bound	.9343	
	5% Trimmed Mean		.8904	
	Median		1.0000	
	Variance		.128	
	Std. Deviation		.35817	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		.00	
	Skewness		-2.016	.279
	Kurtosis		2.123	.552
FA	Mean		.8108	.04584
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.7195	
		Upper Bound	.9022	
	5% Trimmed Mean		.8453	
	Median		1.0000	
	Variance		.155	
	Std. Deviation		.39433	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		.00	
	Skewness		-1.620	.279
	Kurtosis		.642	.552
AD	Mean		.6351	.05634
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.5228	
		Upper Bound	.7474	
	5% Trimmed Mean		.6502	

	Median		1.0000	
	Variance		.235	
	Std. Deviation		.48468	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		1.00	
	Skewness		-.573	.279
	Kurtosis		-1.719	.552
IP	Mean		.7838	.04818
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.6878	
		Upper Bound	.8798	
	5% Trimmed Mean		.8153	
	Median		1.0000	
	Variance		.172	
	Std. Deviation		.41447	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		.00	
	Skewness		-1.407	.279
	Kurtosis		-.020	.552
PR	Mean		.6081	.05714
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.4942	
		Upper Bound	.7220	
	5% Trimmed Mean		.6201	
	Median		1.0000	
	Variance		.242	
	Std. Deviation		.49151	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		1.00	

	Skewness		-.452	.279
	Kurtosis		-1.846	.552
ROE	Mean		.4730	.05844
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.3565	
		Upper Bound	.5894	
	5% Trimmed Mean		.4700	
	Median		.0000	
	Variance		.253	
	Std. Deviation		.50268	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		1.00	
	Skewness		.111	.279
	Kurtosis		-2.044	.552
EBIDA	Mean		.7973	.04705
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.7035	
		Upper Bound	.8911	
	5% Trimmed Mean		.8303	
	Median		1.0000	
	Variance		.164	
	Std. Deviation		.40476	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		.00	
	Skewness		-1.510	.279
	Kurtosis		.287	.552
SGR	Mean		.7838	.04818
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.6878	
		Upper Bound	.8798	
	5% Trimmed Mean		.8153	
	Median		1.0000	

	Variance		.172	
	Std. Deviation		.41447	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		.00	
	Skewness		-1.407	.279
	Kurtosis		-.020	.552
OS	Mean		.2618	.00619
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.2494	
		Upper Bound	.2741	
	5% Trimmed Mean		.2615	
	Median		.2500	
	Variance		.003	
	Std. Deviation		.05326	
	Minimum		.10	
	Maximum		.40	
	Range		.30	
	Interquartile Range		.03	
	Skewness		.106	.279
	Kurtosis		1.955	.552
POL	Mean		.4865	.05850
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.3699	
		Upper Bound	.6031	
	5% Trimmed Mean		.4850	
	Median		.0000	
	Variance		.253	
	Std. Deviation		.50323	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		1.00	
	Skewness		.055	.279

	Kurtosis		-2.053	.552
IA	Mean		.6081	.05714
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	.4942	
		Upper Bound	.7220	
	5% Trimmed Mean		.6201	
	Median		1.0000	
	Variance		.242	
	Std. Deviation		.49151	
	Minimum		.00	
	Maximum		1.00	
	Range		1.00	
	Interquartile Range		1.00	
	Skewness		-.452	.279
	Kurtosis		-1.846	.552

Tests of Normality

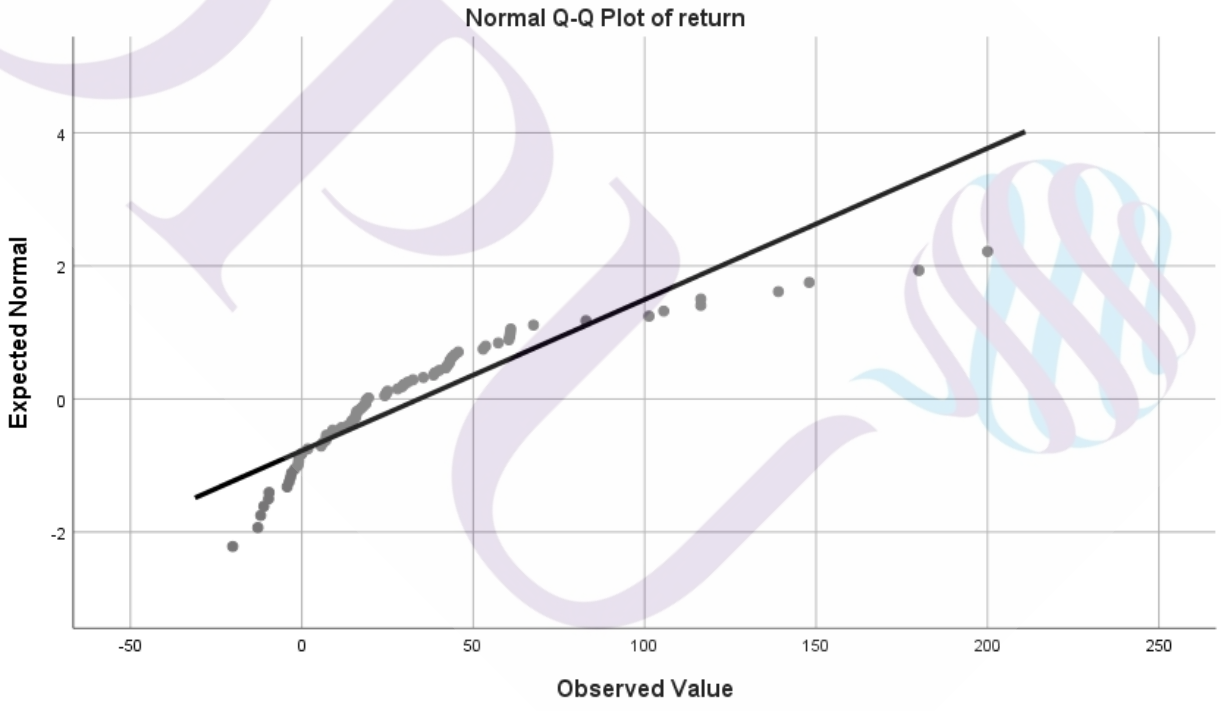
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
return	.168	74	.000	.824	74	.000
UDW	.512	74	.000	.425	74	.000
UDQ	.512	74	.000	.425	74	.000
FA	.495	74	.000	.478	74	.000
AD	.409	74	.000	.609	74	.000
IP	.483	74	.000	.507	74	.000
PR	.395	74	.000	.619	74	.000
ROE	.354	74	.000	.635	74	.000
EBIDA	.489	74	.000	.493	74	.000
SGR	.483	74	.000	.507	74	.000
OS	.250	74	.000	.881	74	.000
POL	.347	74	.000	.636	74	.000
IA	.395	74	.000	.619	74	.000

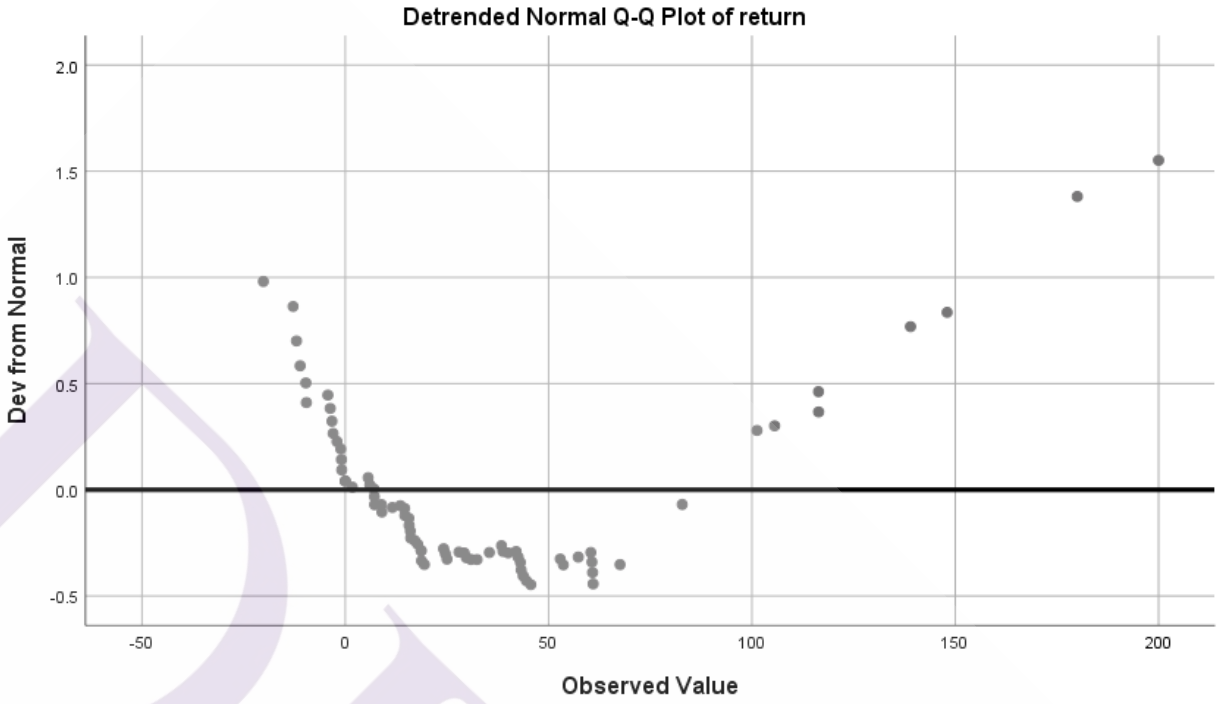
a. Lilliefors Significance Correction

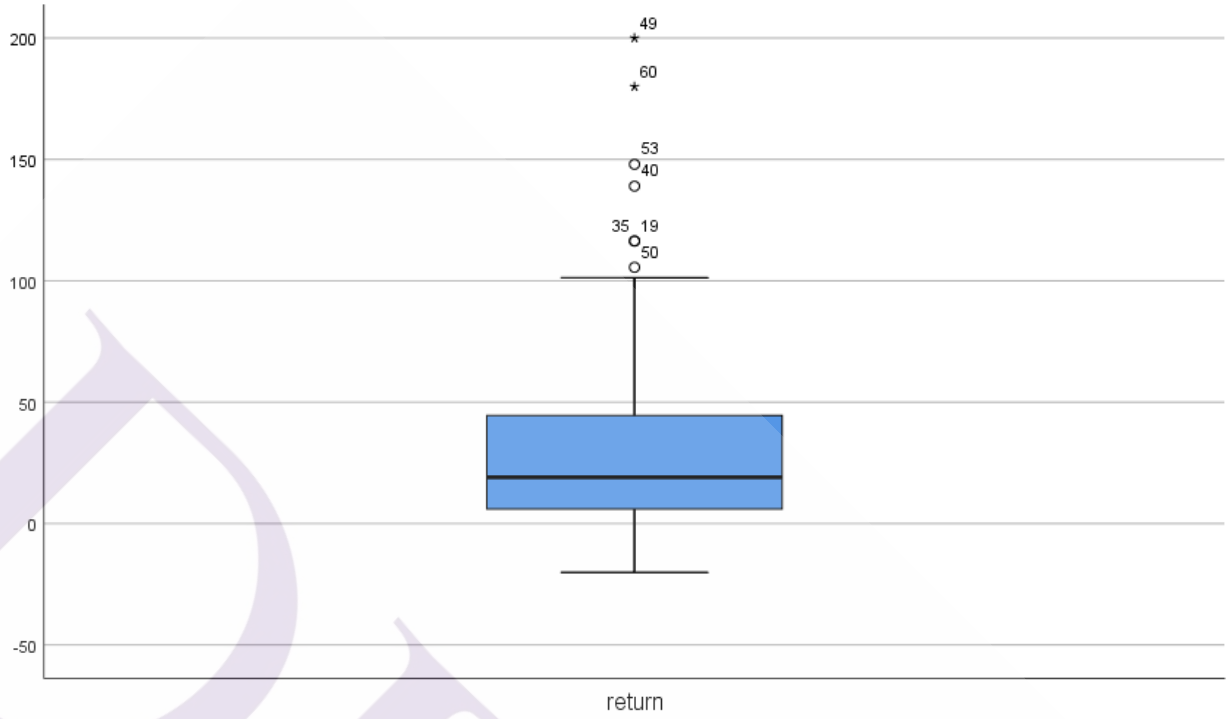
Return

return Stem-and-Leaf Plot

```
 Frequency    Stem &  Leaf

    14.00       -0 .  00000000001112
    43.00        0 .  00000000011111111111112222223333344444444
     9.00        0 .  555666668
     1.00        1 .  0
     7.00 Extremes    (>=106)

 Stem width:    100.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

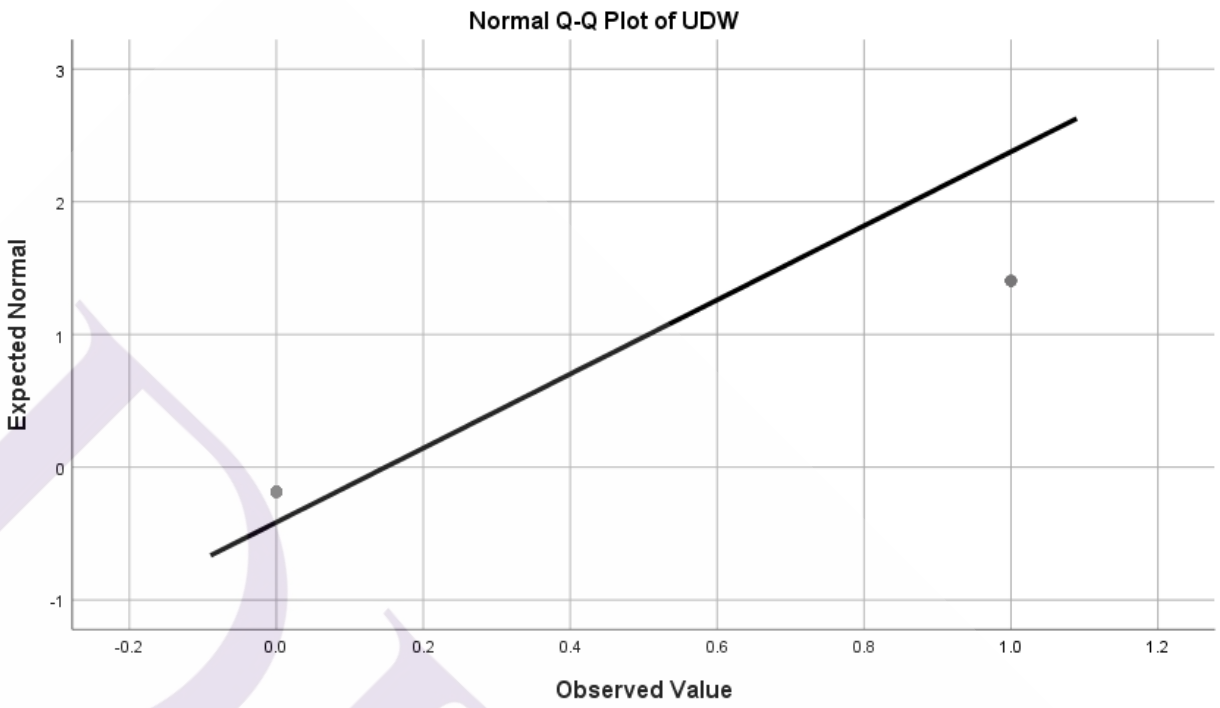


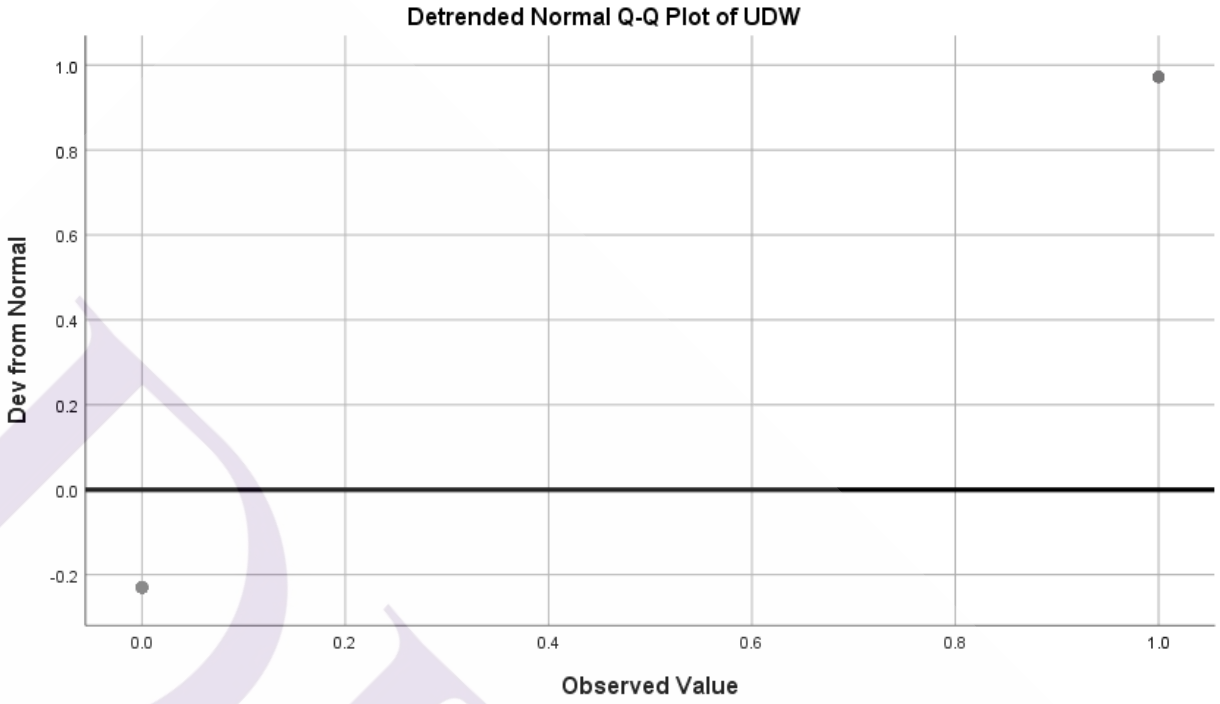

Detrended Normal Q-Q Plot of return
Dev from Normal
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-50
0
50
100
150
200
Observed Value

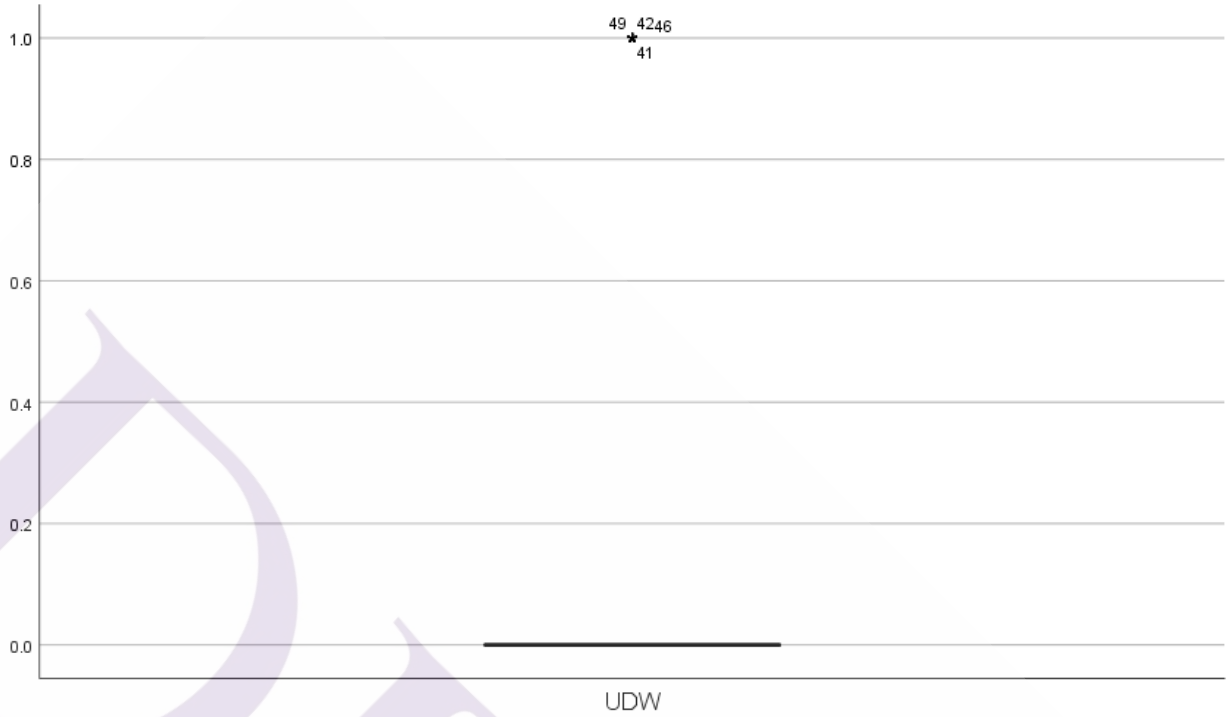


UDW

```
UDW Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    63.00        0 .
000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000
    11.00 Extremes    (>=1)

 Stem width:     10.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

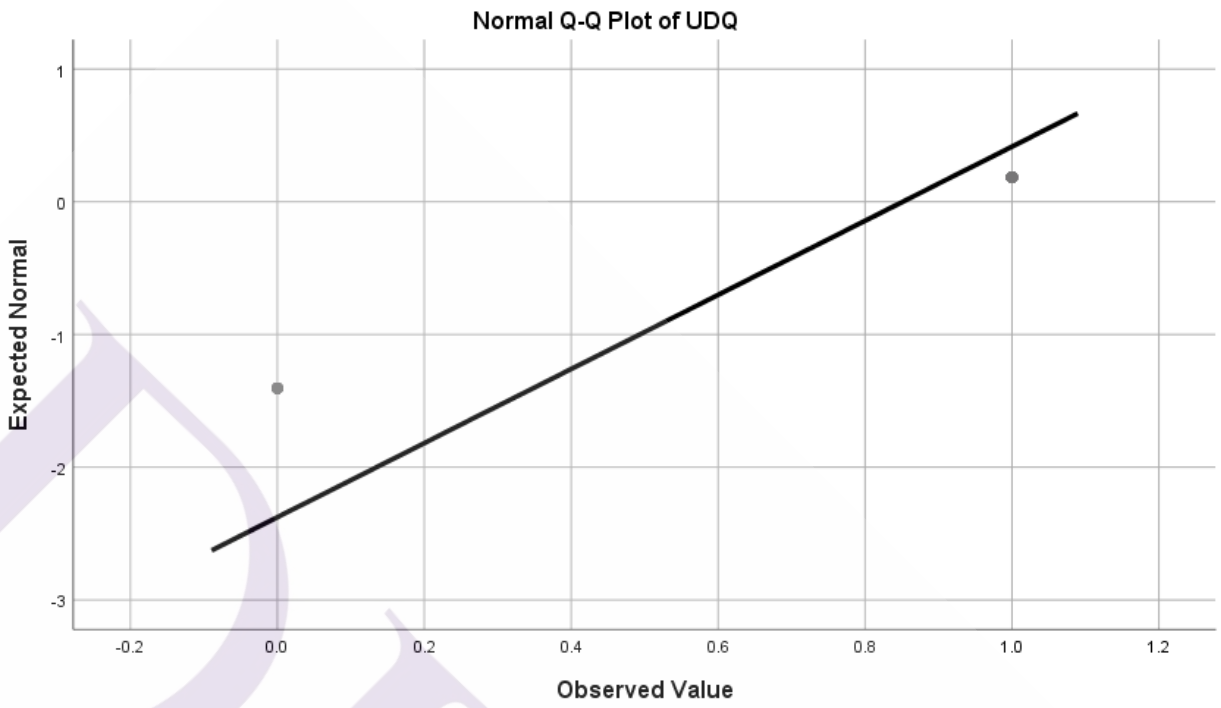

Normal Q-Q Plot of UDW
Expected Normal
Observed Value
3
2
1
0
-1
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2

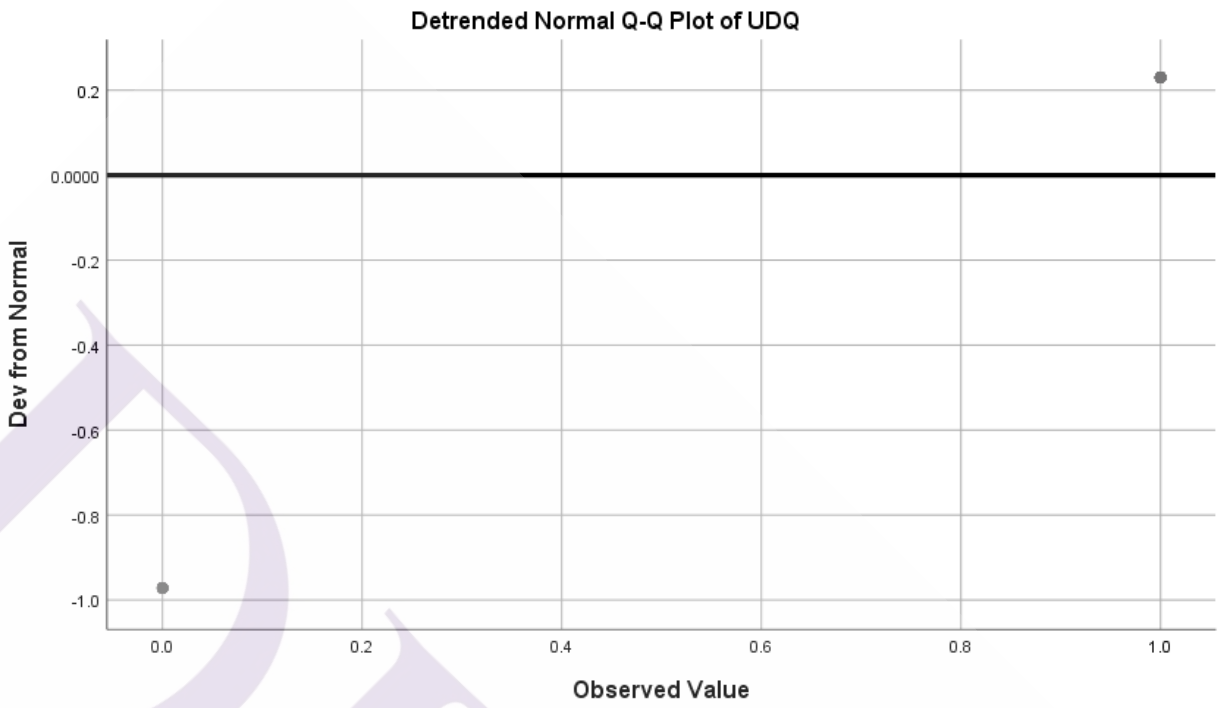

Detrended Normal Q-Q Plot of UDW
Dev from Normal
1.0
0.8
0.6
0.4
0.2
0.0
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

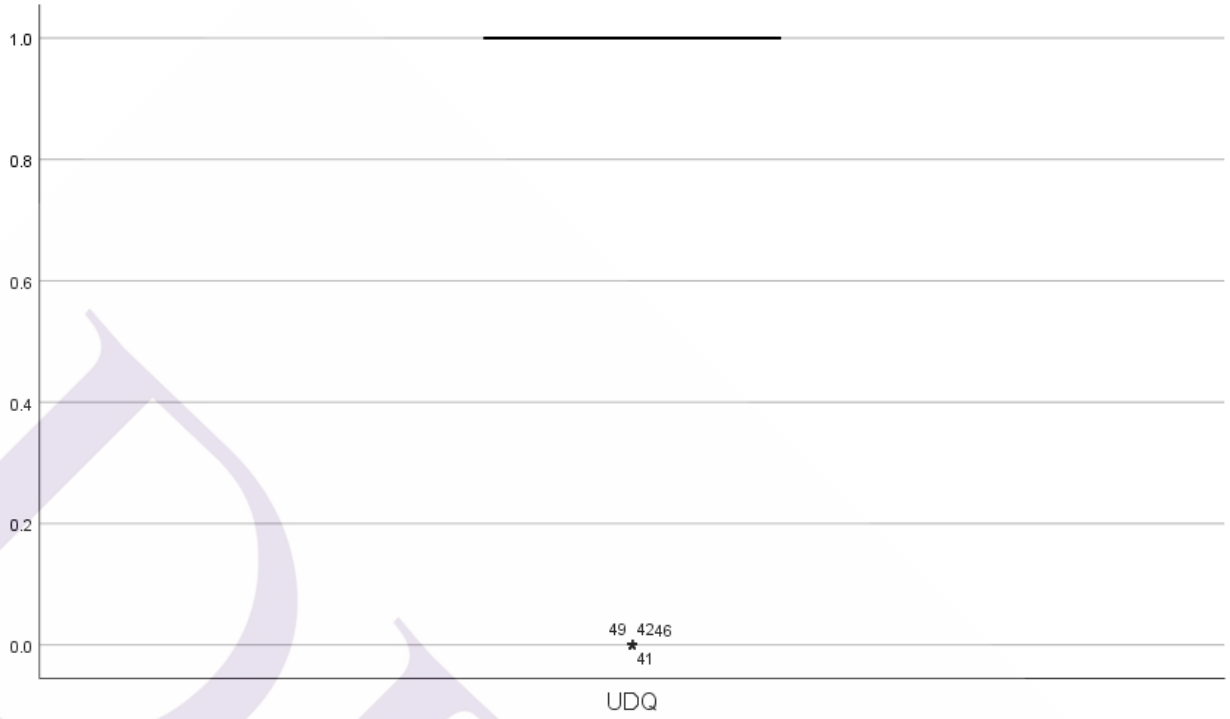


UDQ

```
UDQ Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    11.00 Extremes    (=<.0)
    63.00        1 .
000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

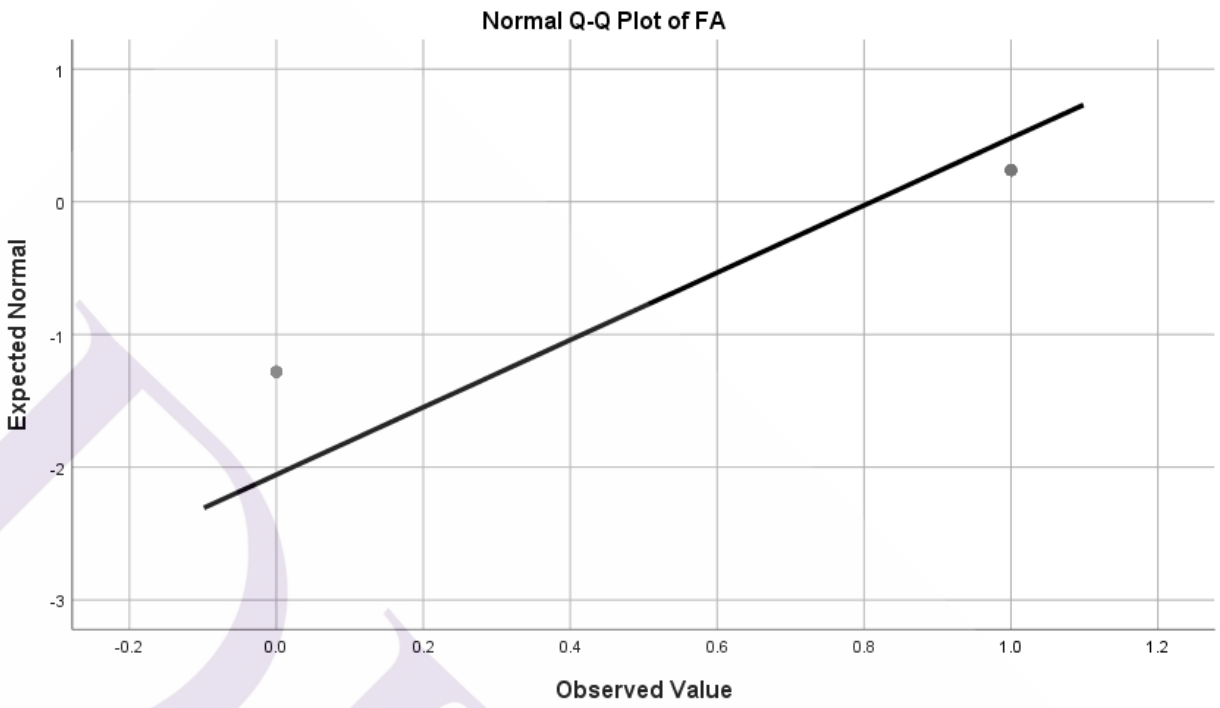

Normal Q-Q Plot of UDQ
Expected Normal
Observed Value
1
0
-1
-2
-3
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2

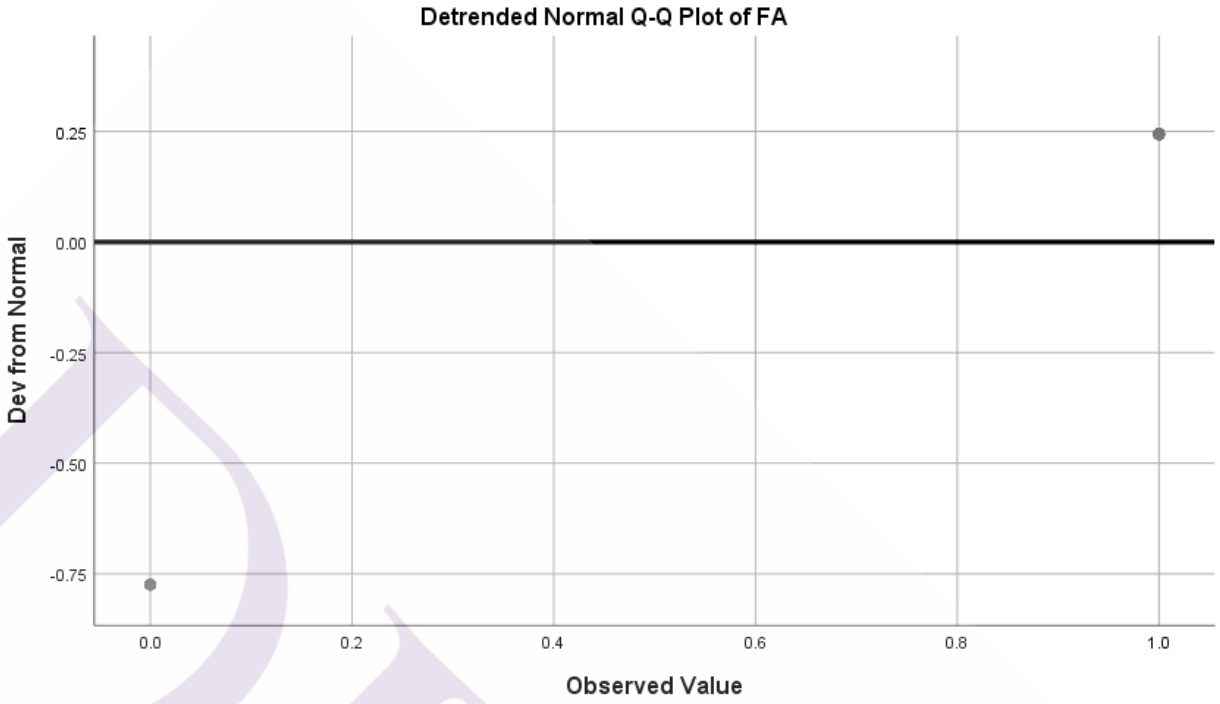

Detrended Normal Q-Q Plot of UDQ
Dev from Normal
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
-0.6
-0.8
-1.0
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

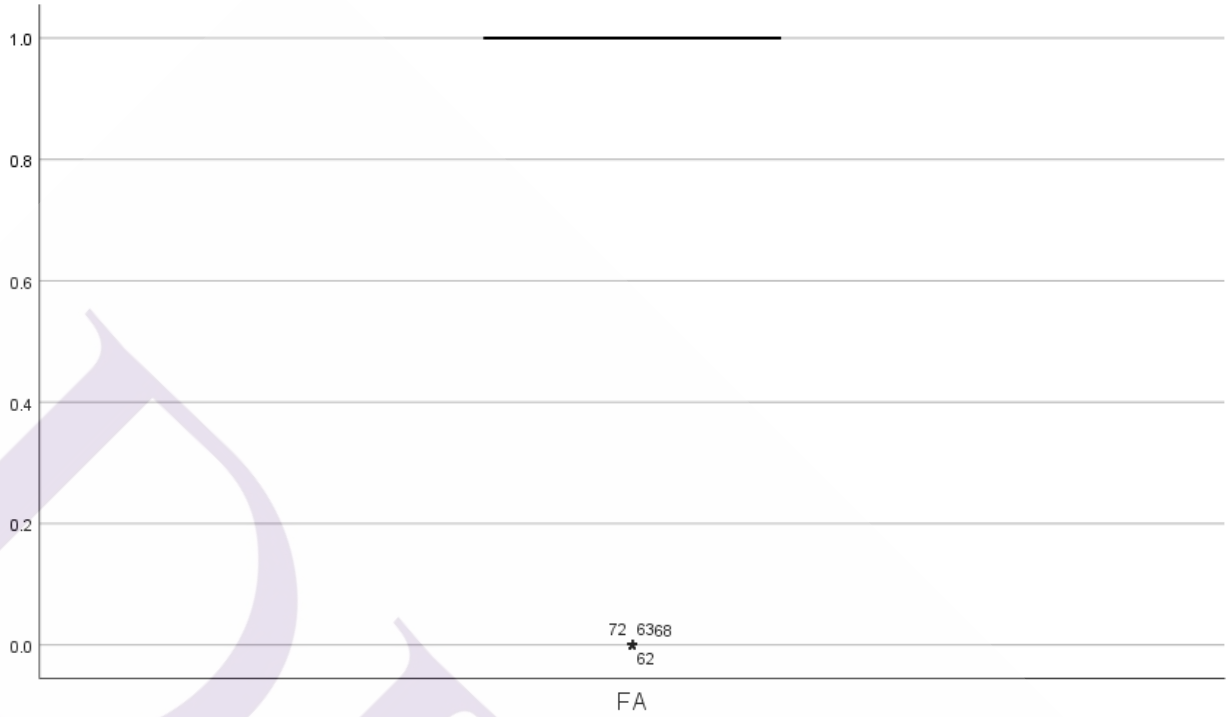


FA

```
FA Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    14.00 Extremes    (=<.0)
    60.00        1 .
000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

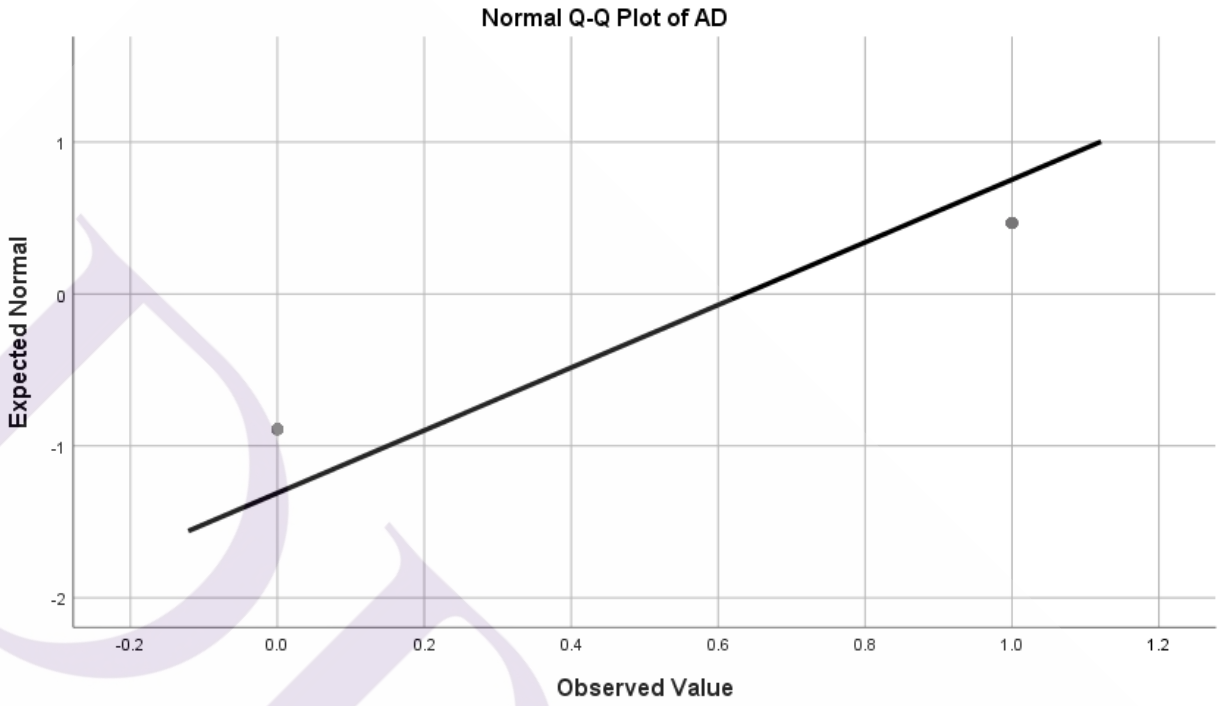

Normal Q-Q Plot of FA
Expected Normal
1
0
-1
-2
-3
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value

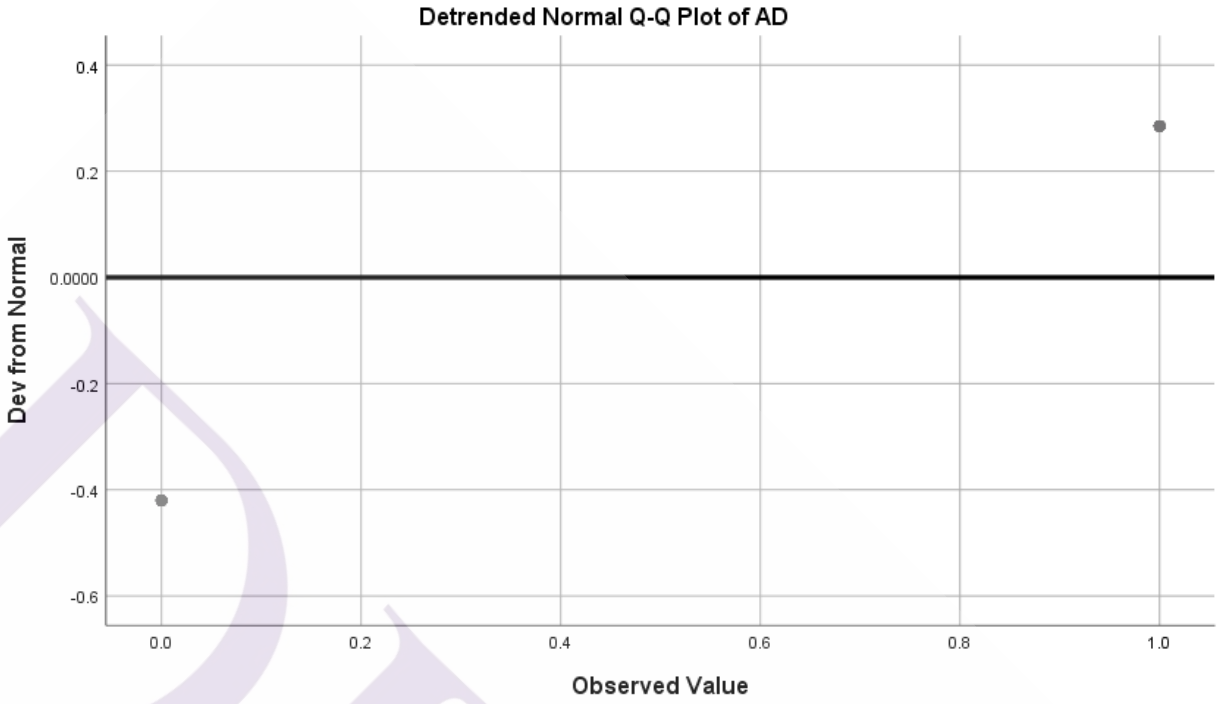

Detrended Normal Q-Q Plot of FA
Dev from Normal
0.25
0.00
-0.25
-0.50
-0.75
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

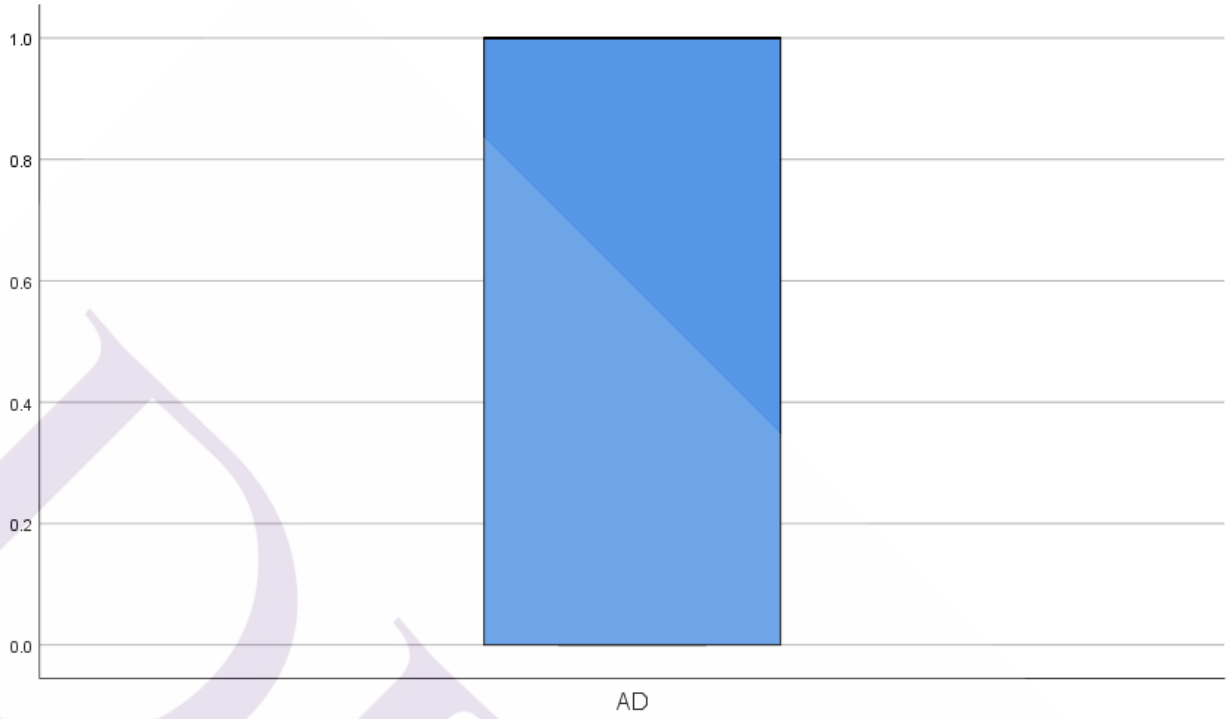


AD

```
AD Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    27.00        0 .  000000000000000000000000000
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
    47.00        1 .  00000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

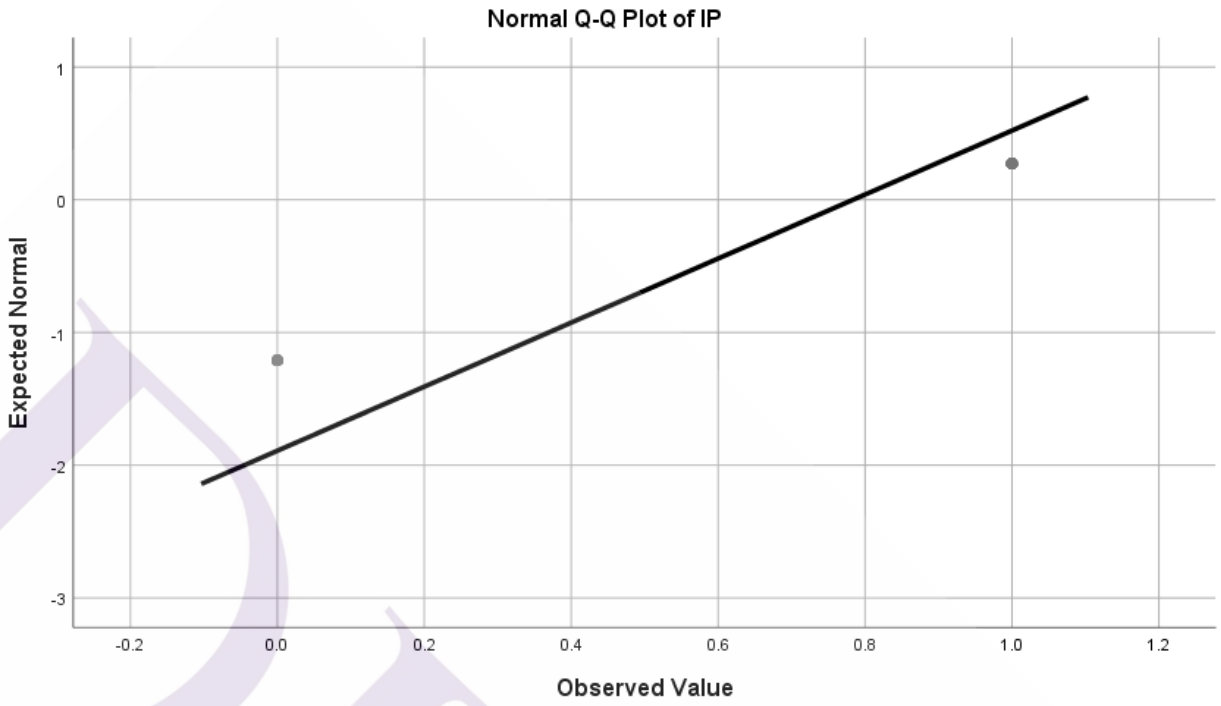

Normal Q-Q Plot of AD
Expected Normal
1
0
-1
-2
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value

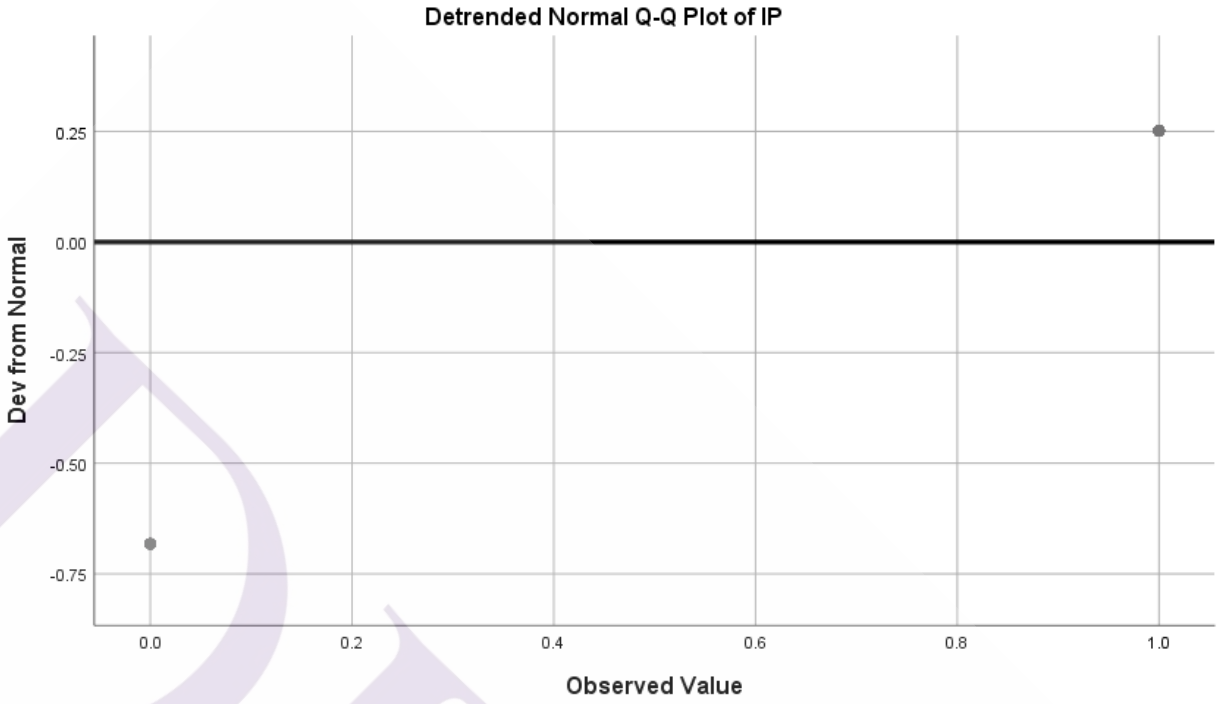

Detrended Normal Q-Q Plot of AD
Dev from Normal
0.4
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
-0.6
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

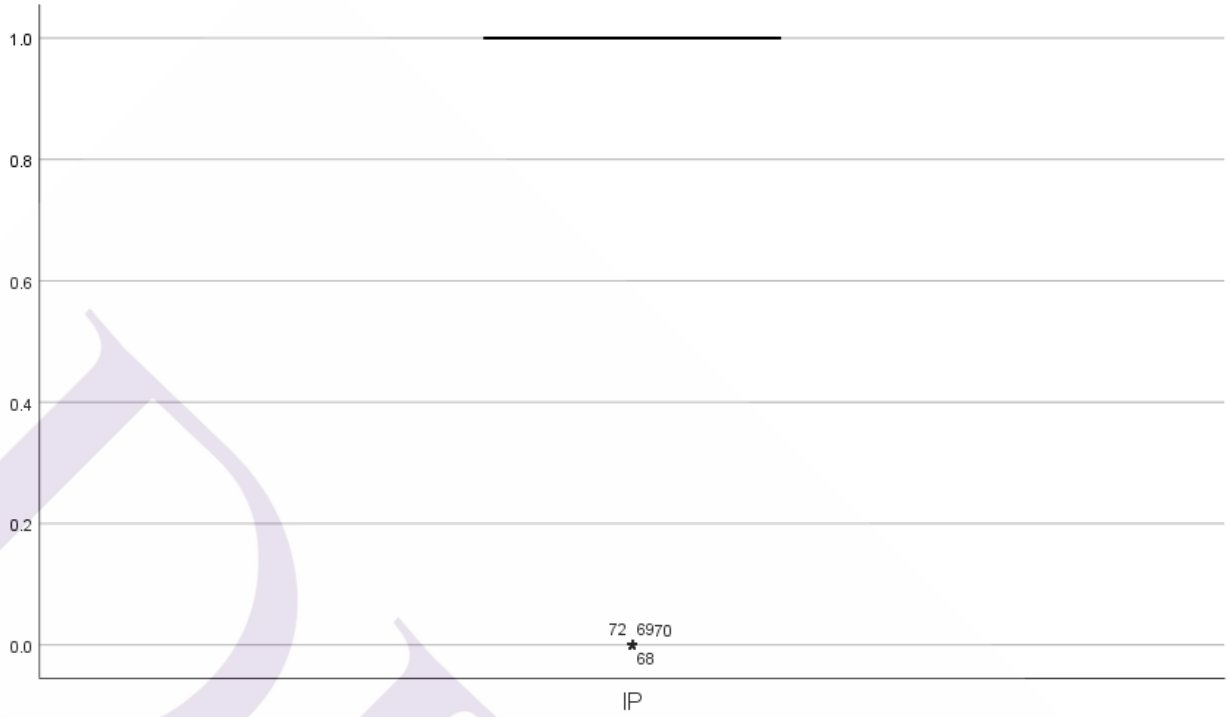


IP

```
IP Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    16.00 Extremes    (=<.0)
    58.00        1 .
00000000000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

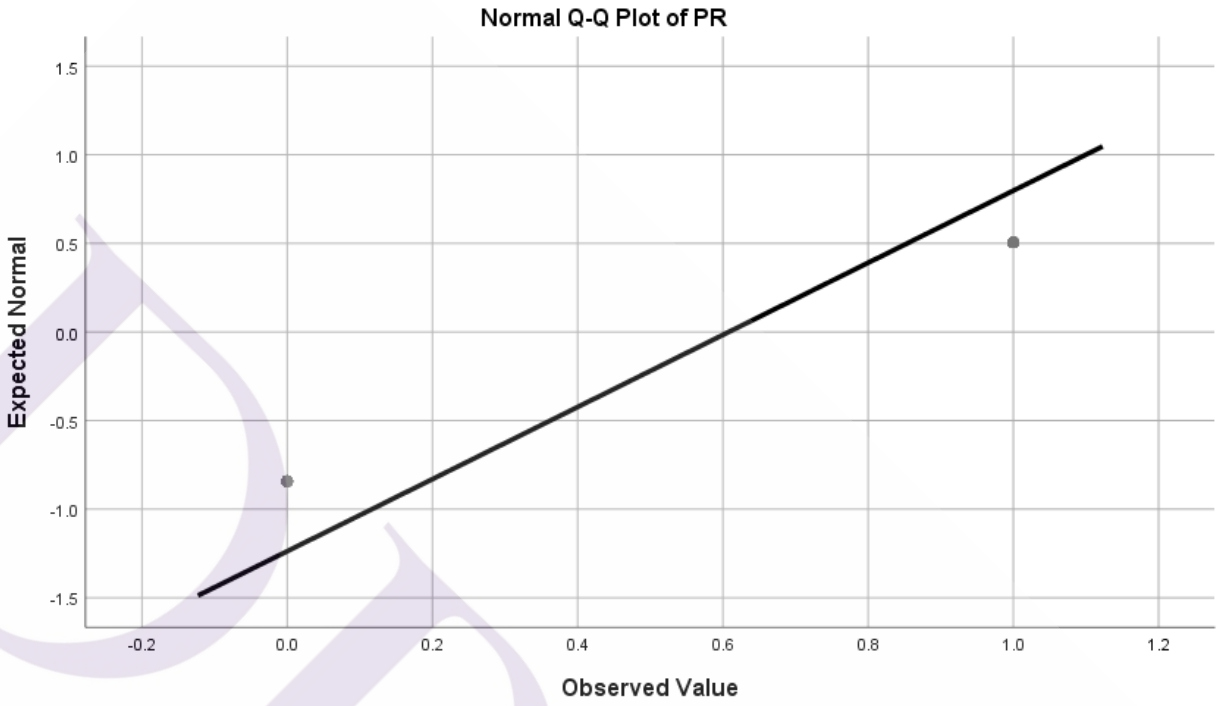

Normal Q-Q Plot of IP
Expected Normal
Observed Value
1
0
-1
-2
-3
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2

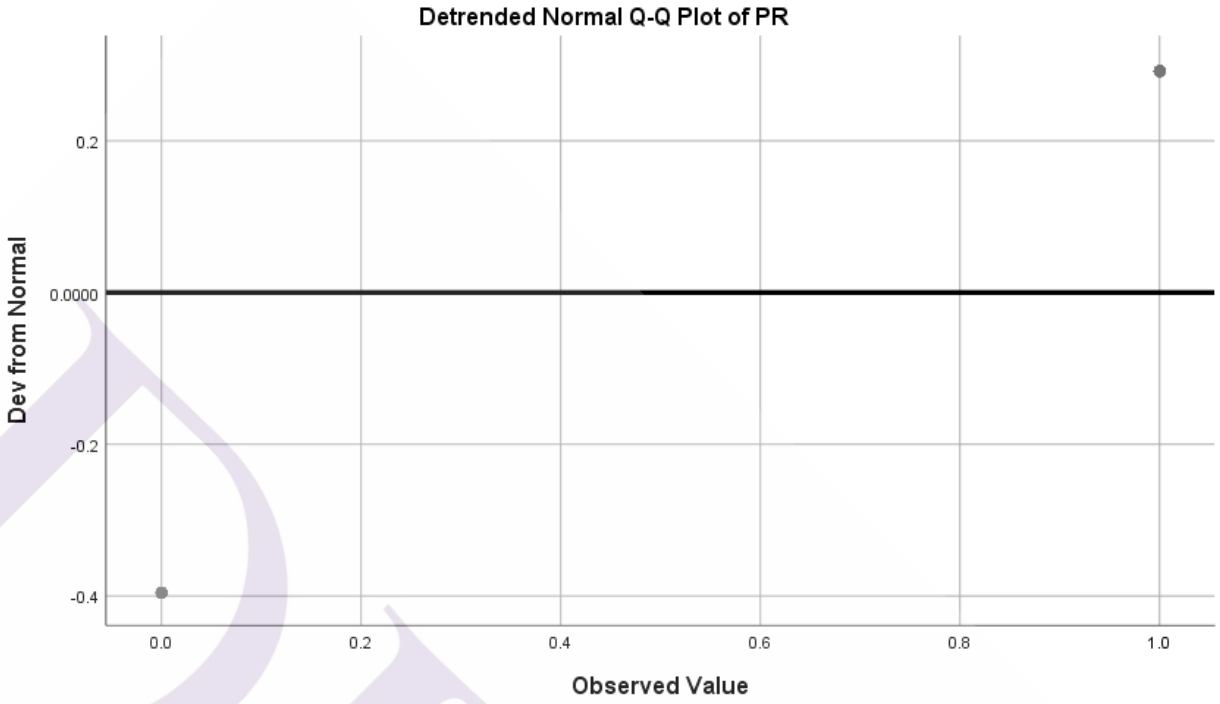

Detrended Normal Q-Q Plot of IP
Dev from Normal
0.25
0.00
-0.25
-0.50
-0.75
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

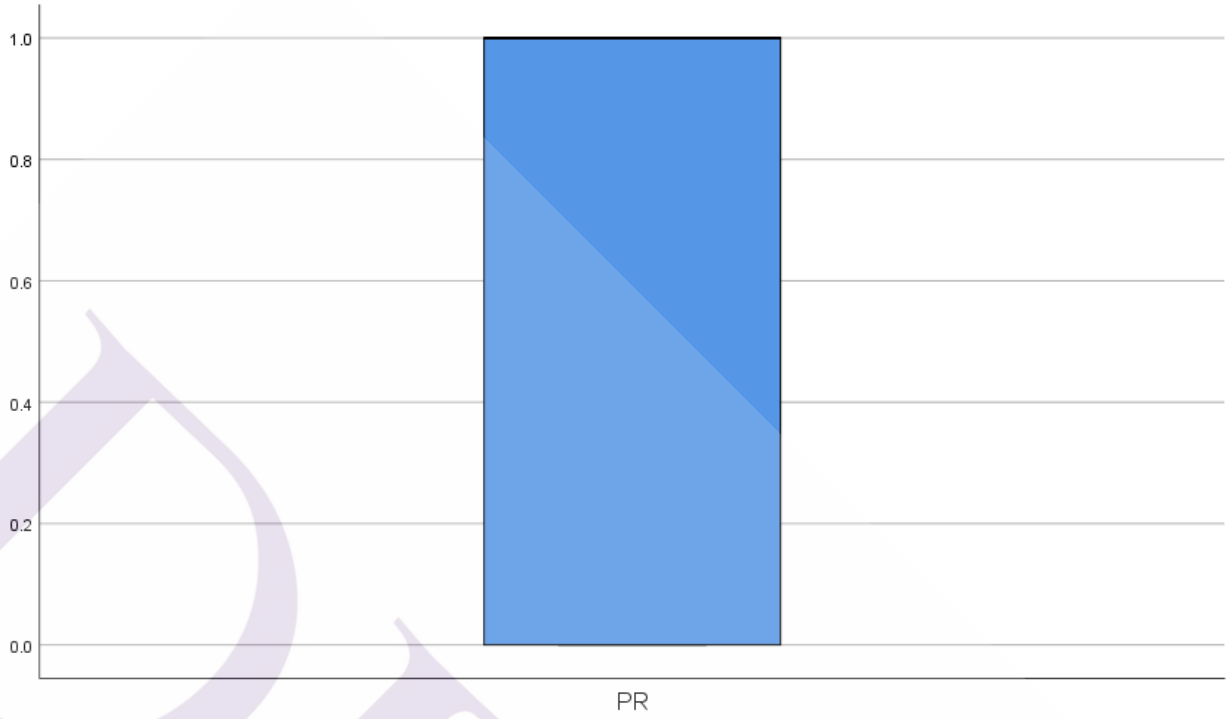


PR

```
PR Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    29.00        0 .  00000000000000000000000000000
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
    45.00        1 .  000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

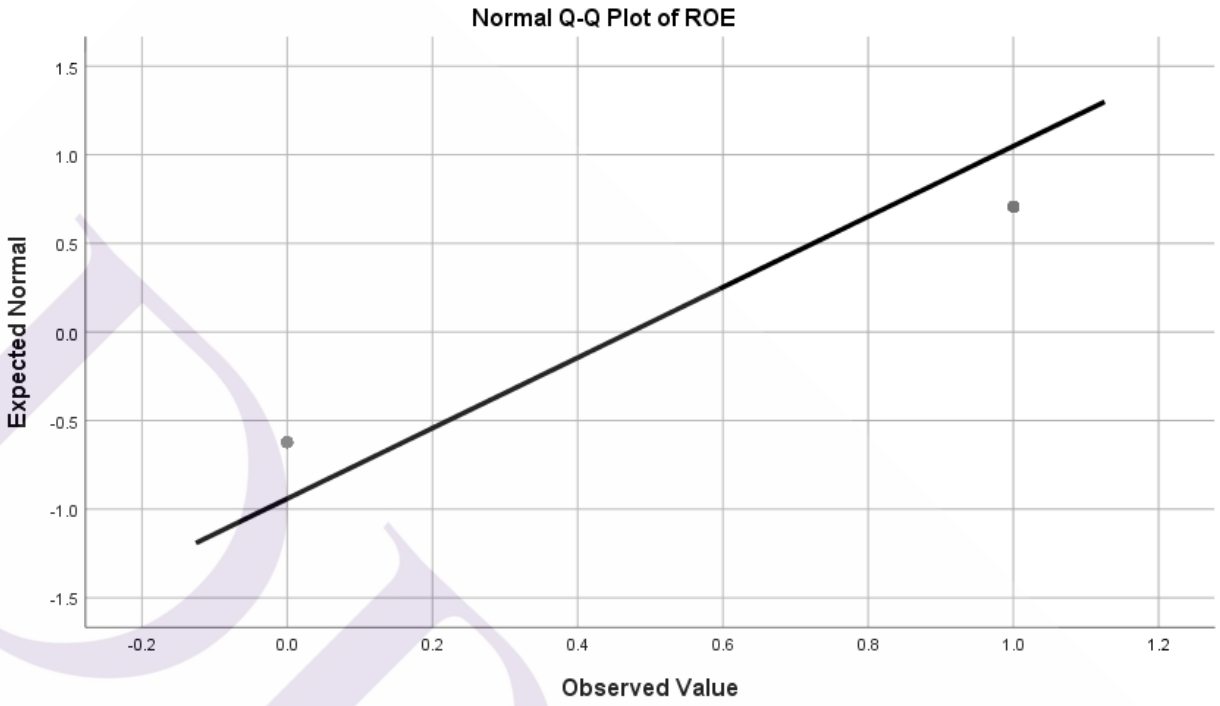

Normal Q-Q Plot of PR
Expected Normal
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value

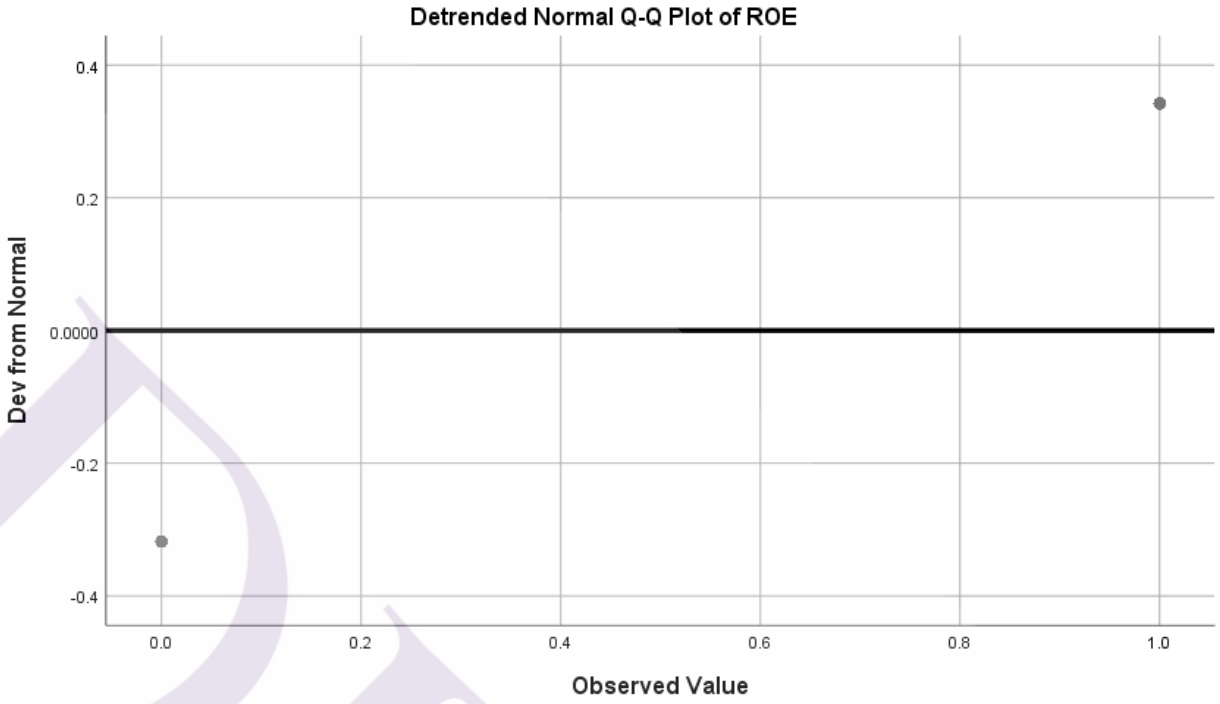

Detrended Normal Q-Q Plot of PR
Dev from Normal
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

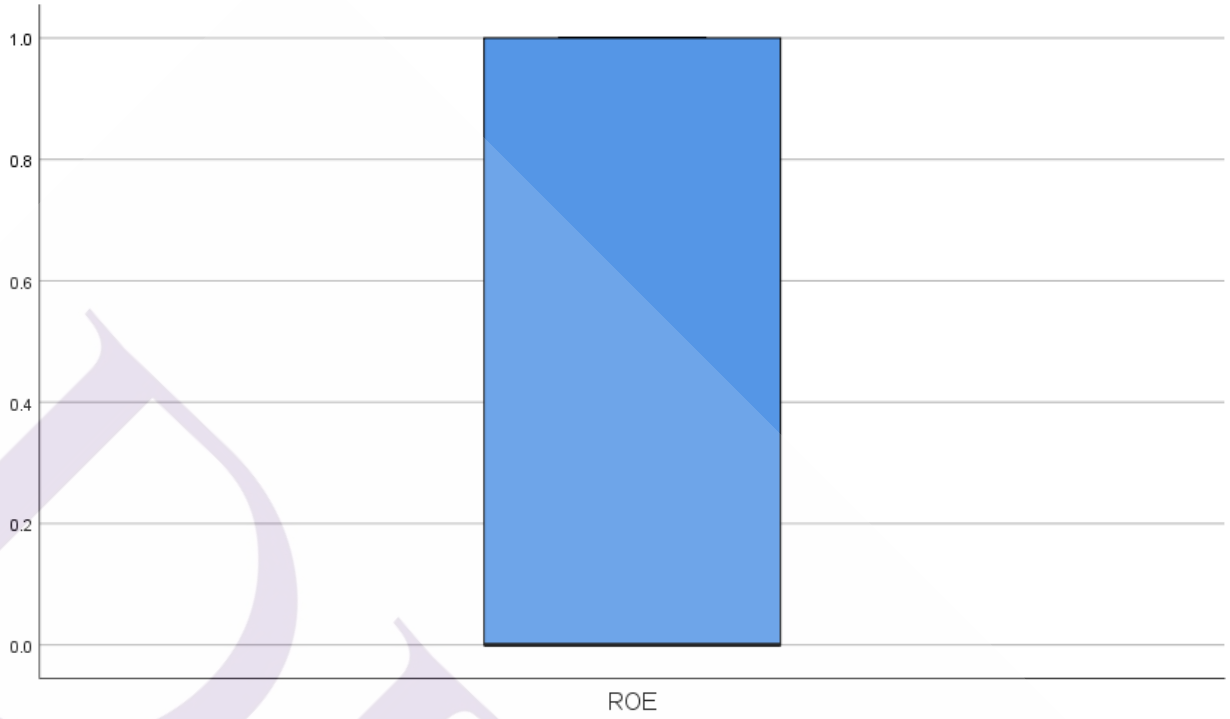


ROE

```
ROE Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    39.00        0 .  000000000000000000000000000000000000000
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
    35.00        1 .  00000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

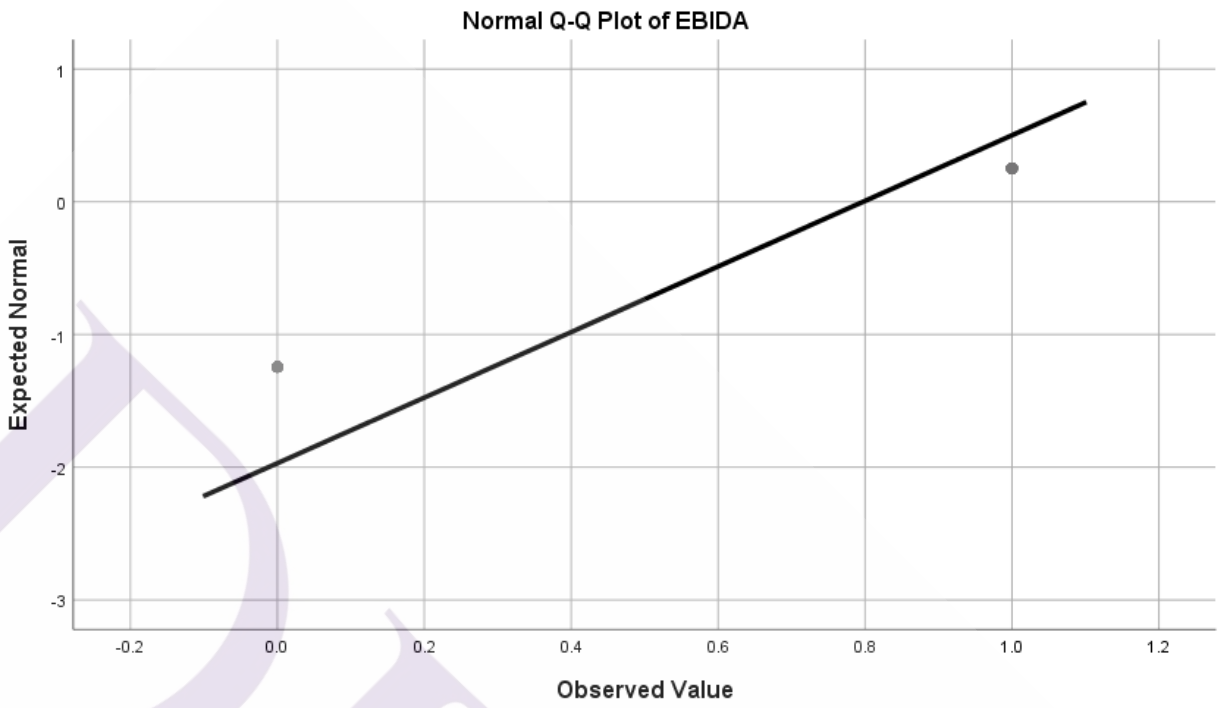

Normal Q-Q Plot of ROE
Expected Normal
Observed Value
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2

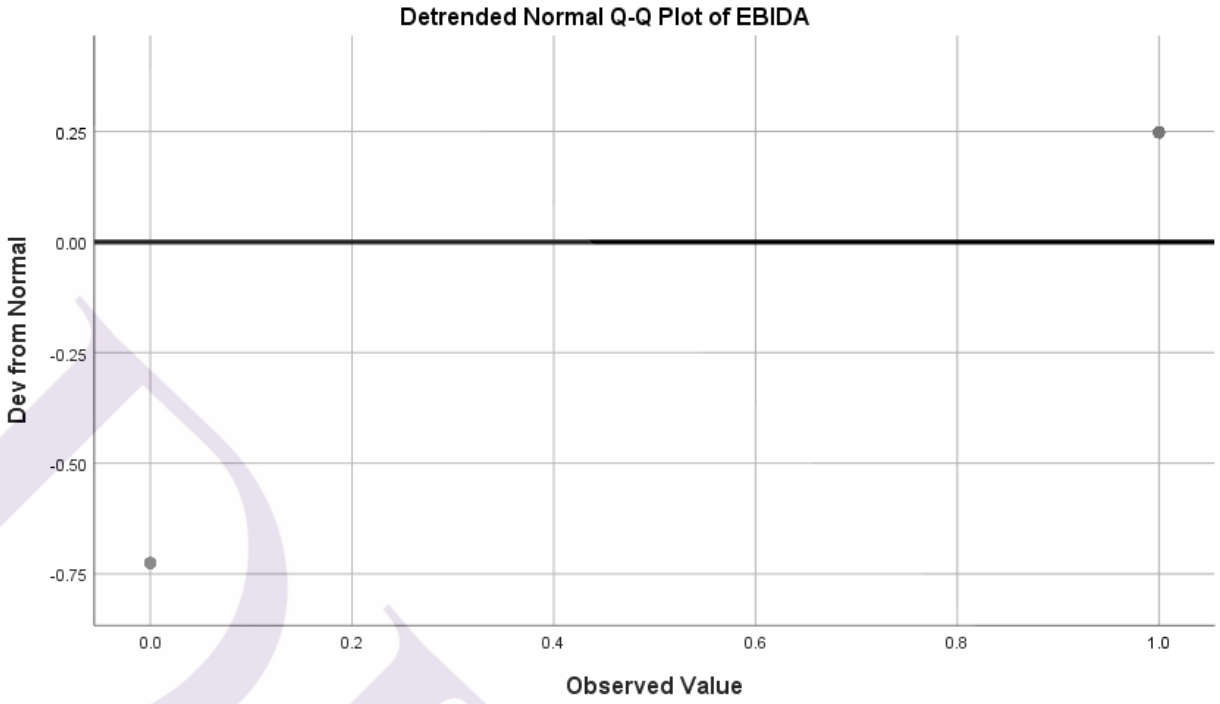

Detrended Normal Q-Q Plot of ROE
Dev from Normal
0.4
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

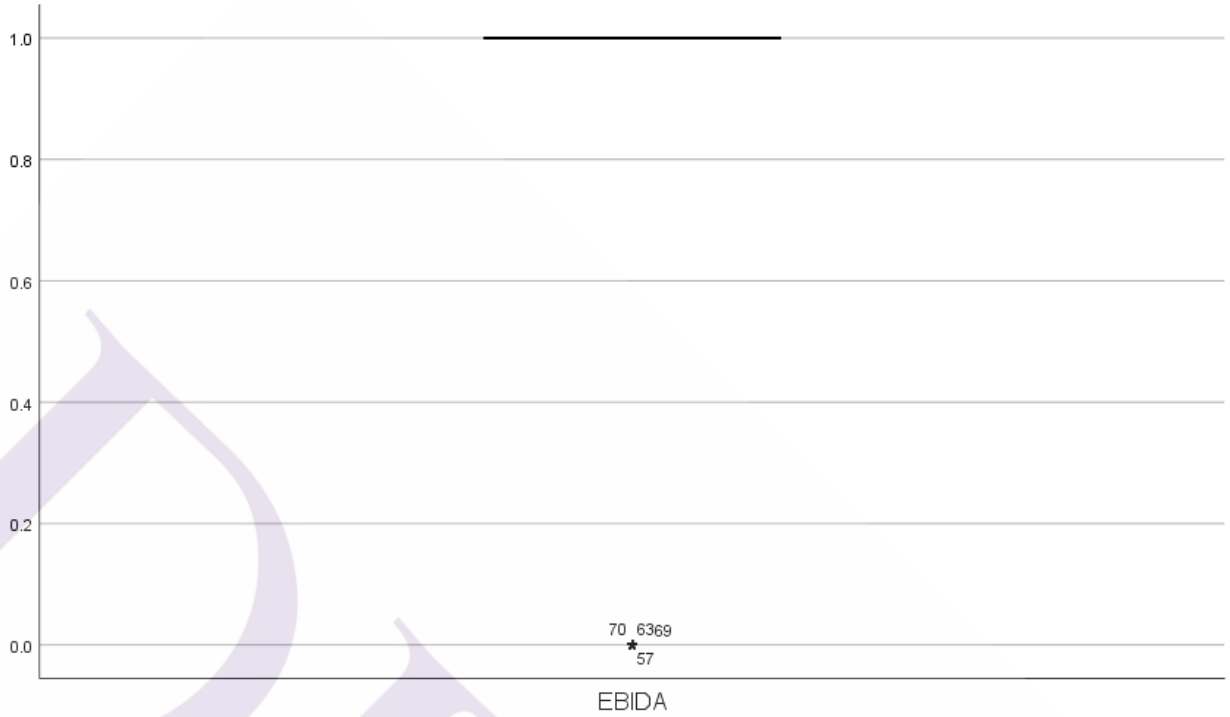


EBIDA

```
EBIDA Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    15.00 Extremes    (=<.0)
    59.00        1 .
000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```


Normal Q-Q Plot of EBIDA
Expected Normal
1
0
-1
-2
-3
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value

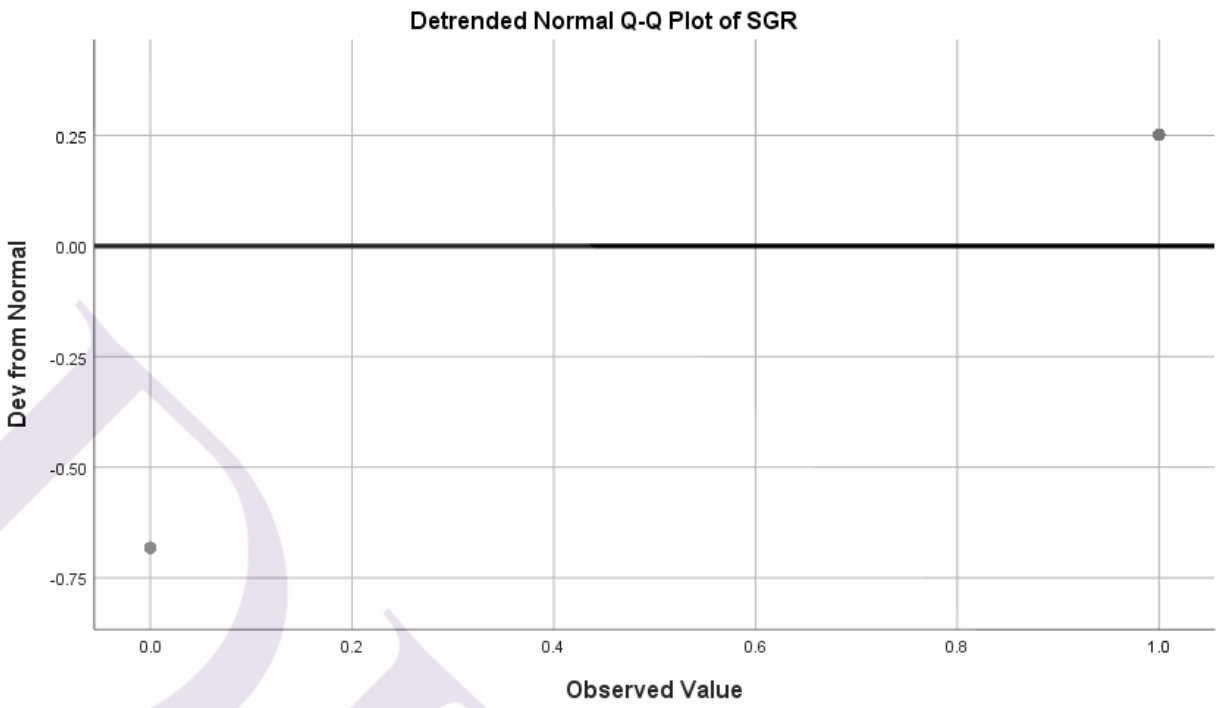

Detrended Normal Q-Q Plot of EBIDA
Dev from Normal
0.25
0.00
-0.25
-0.50
-0.75
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

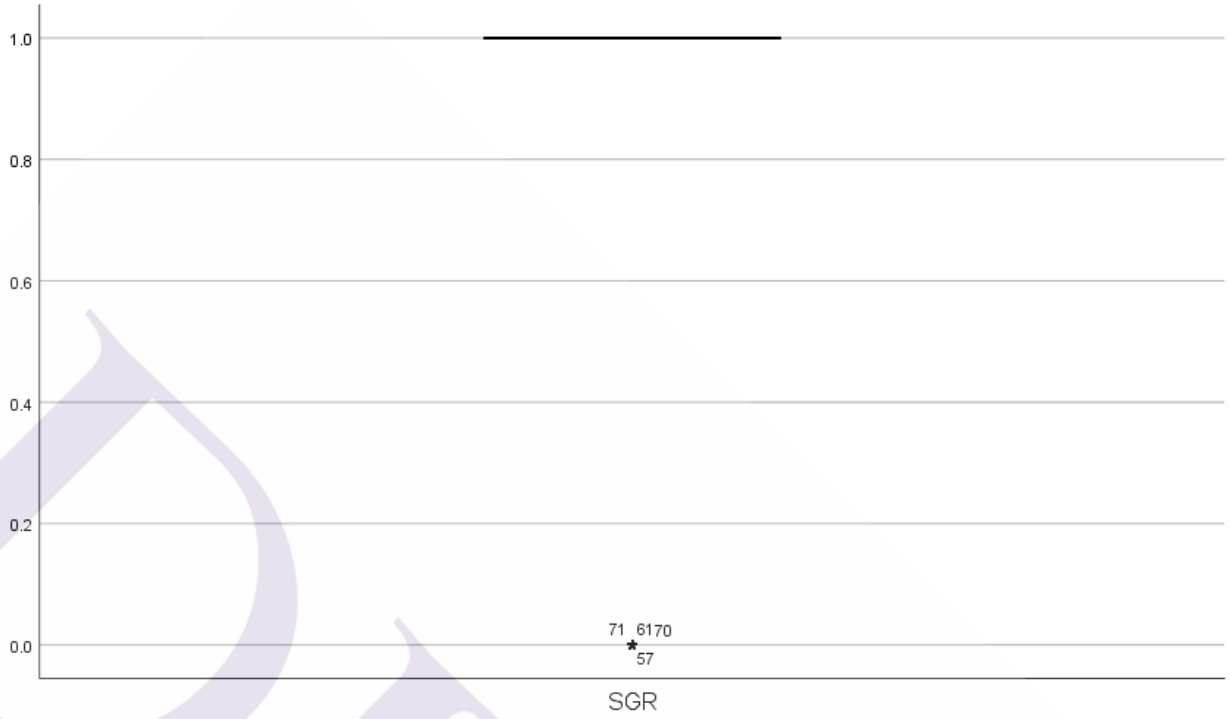


SGR

```
SGR Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    16.00 Extremes    (=<.0)
    58.00        1 .
00000000000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

Normal Q-Q Plot of SGR
Expected Normal
Observed Value
1
0
-1
-2
-3
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2


Detrended Normal Q-Q Plot of SGR
Dev from Normal
0.25
0.00
-0.25
-0.50
-0.75
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value



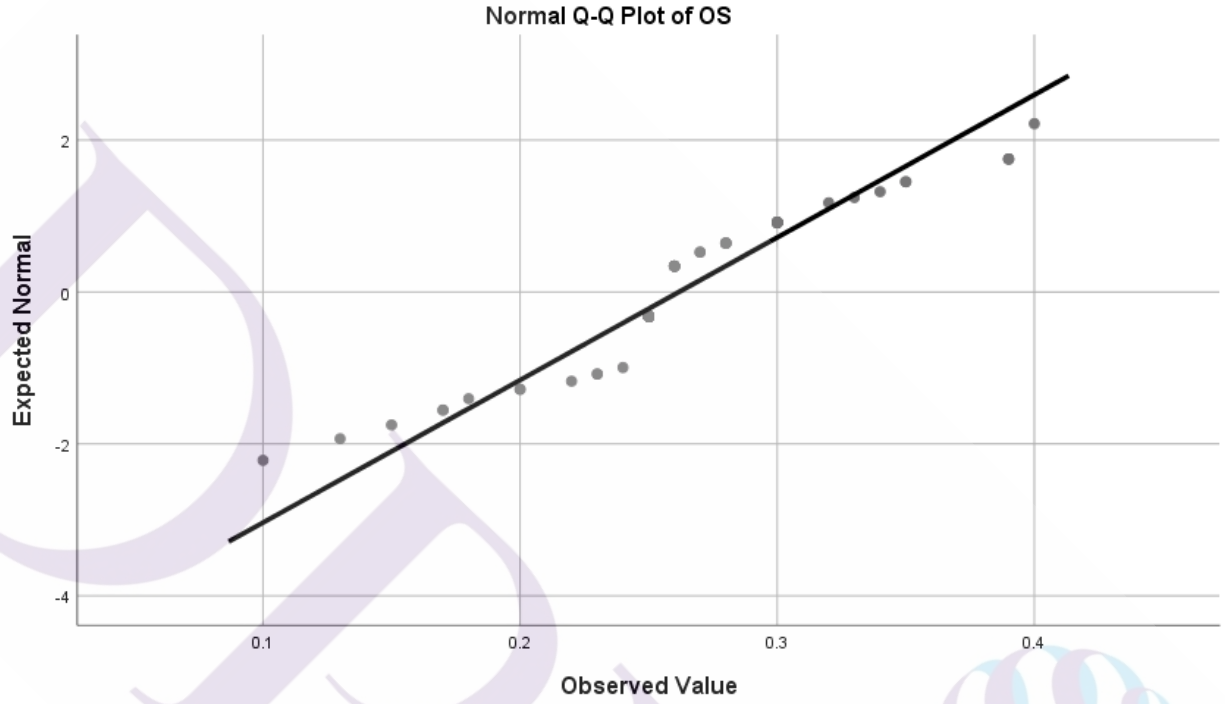
OS

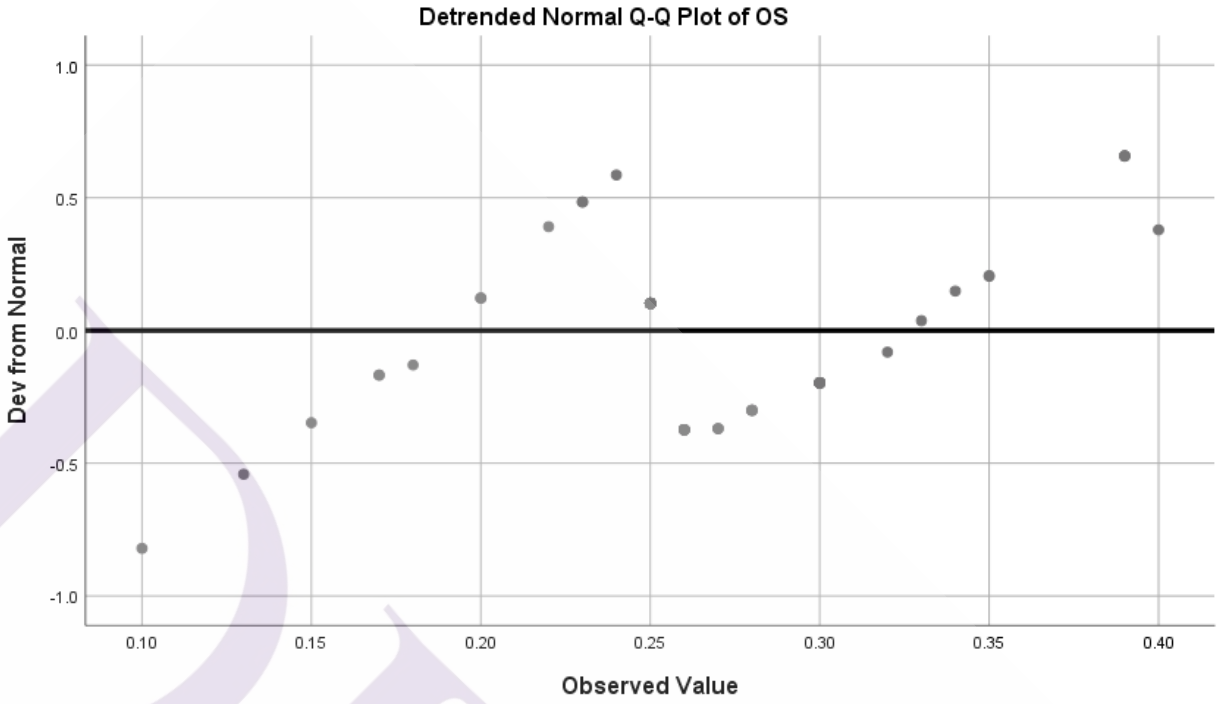
OS Stem-and-Leaf Plot

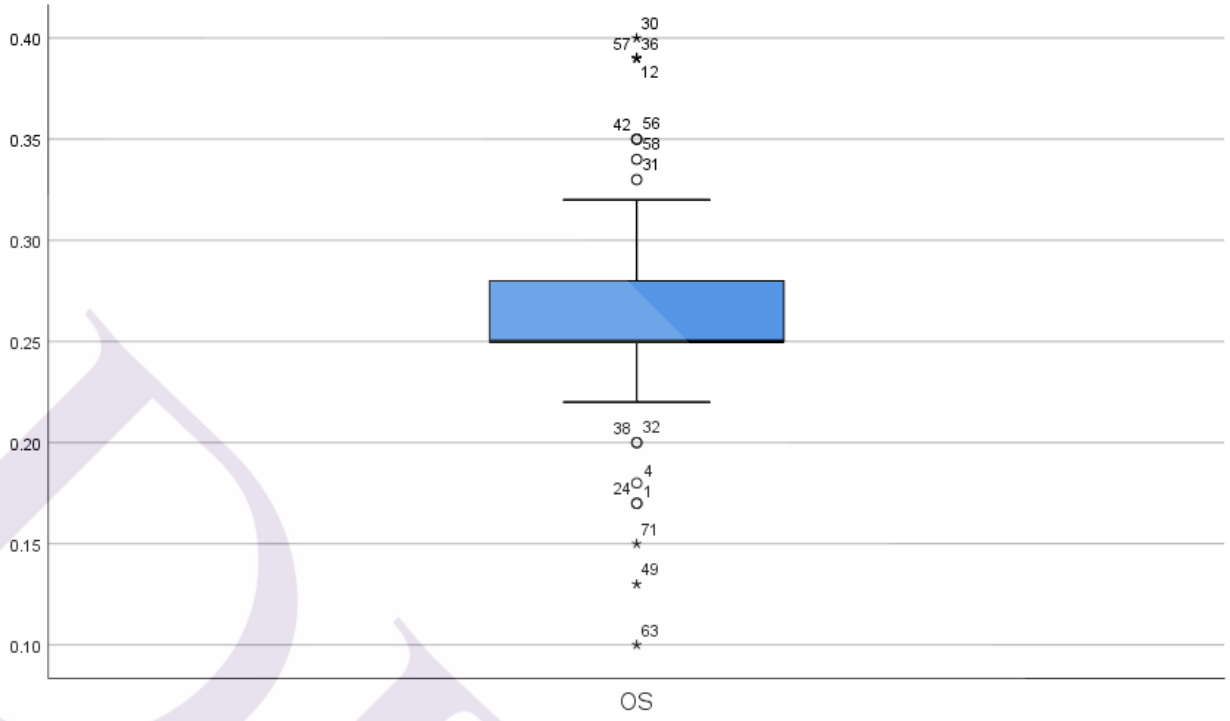
Frequency	Stem &	Leaf
8.00	Extremes	(=<.20)
.00	2	.
3.00	2	. 233
32.00	2	. 45555555555555555555555555555555
10.00	2	. 6666666677
4.00	2	. 8888
8.00	3	. 00000000
1.00	3	. 2
8.00	Extremes	(>=.33)

Stem width: .10

```
Each leaf:        1 case(s)
```

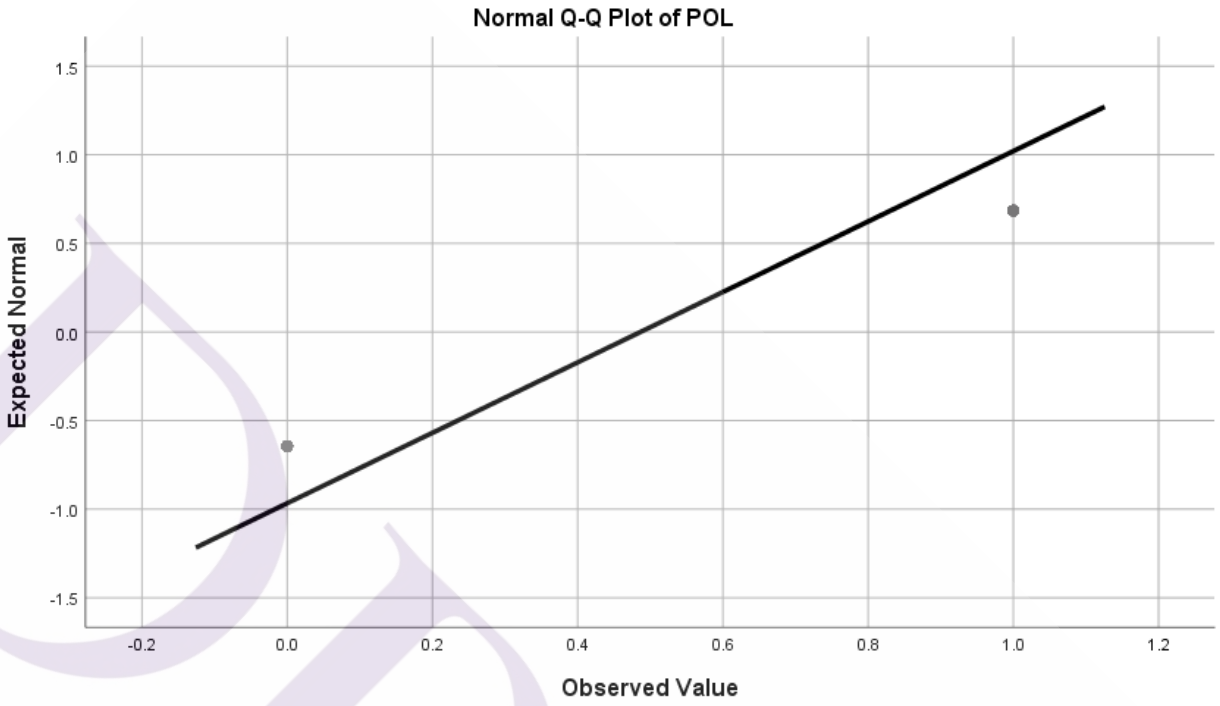


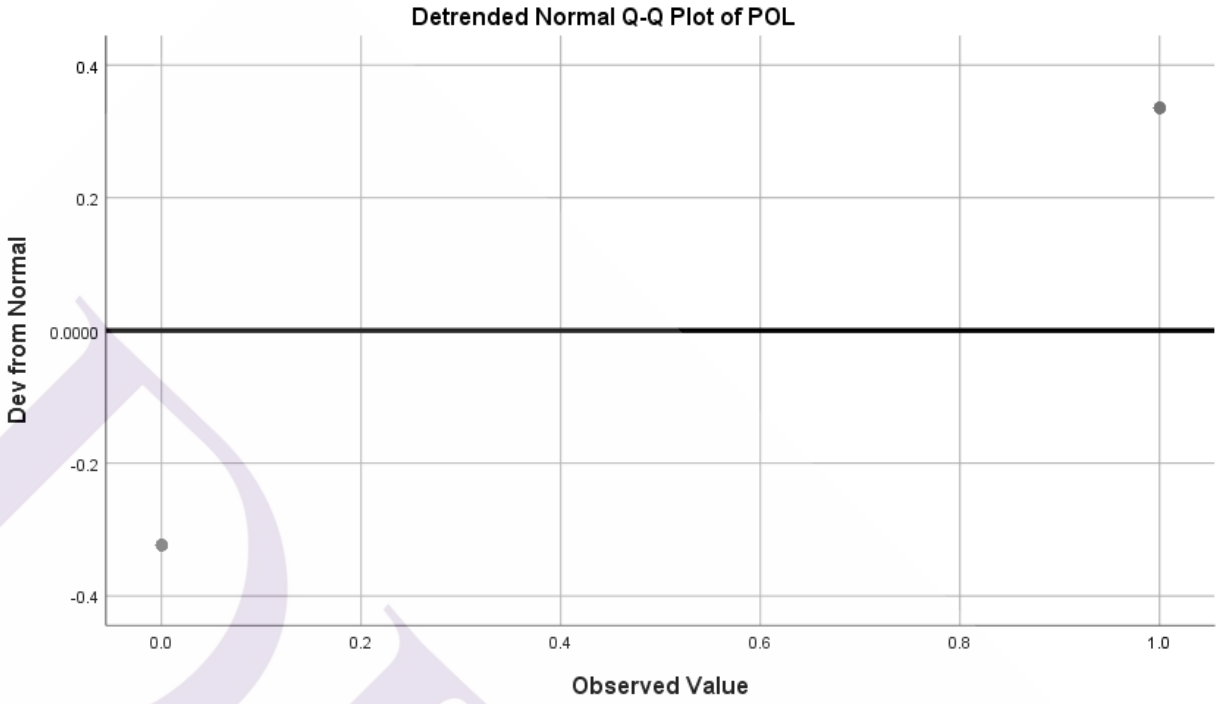

Detrended Normal Q-Q Plot of OS
Dev from Normal
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
0.10
0.15
0.20
0.25
0.30
0.35
0.40
Observed Value

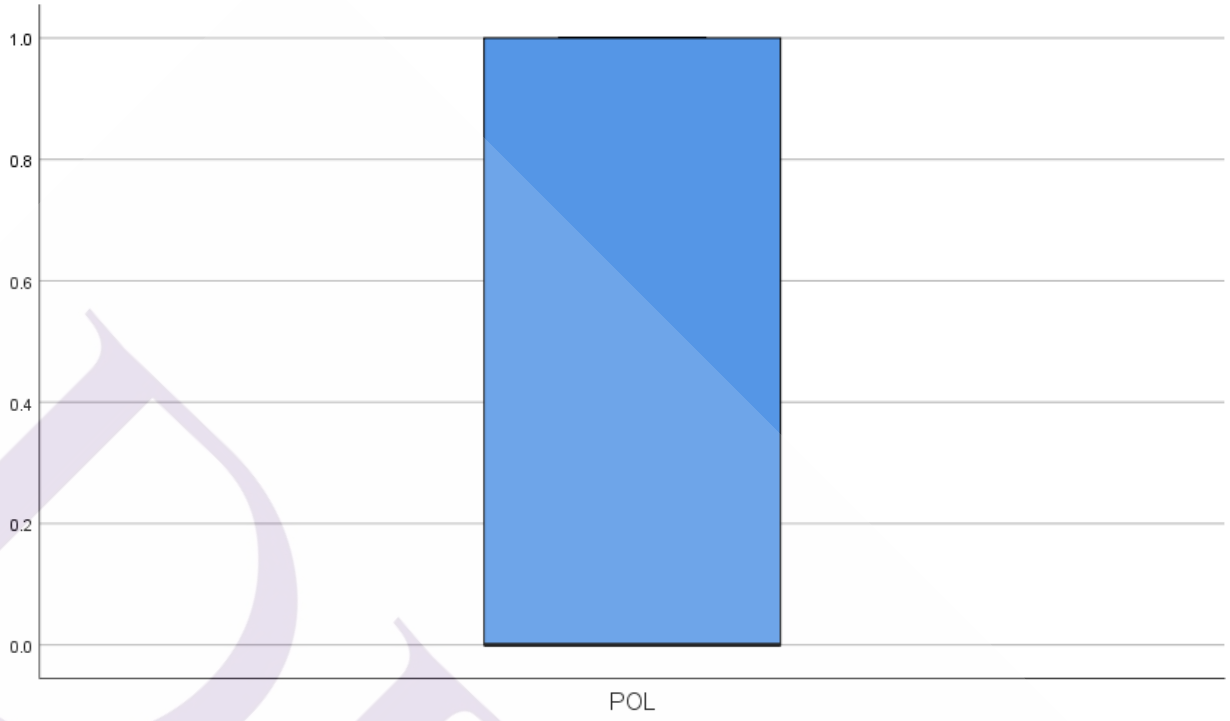


POL

```
POL Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    38.00        0 .  00000000000000000000000000000000000000
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
    36.00        1 .  000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```

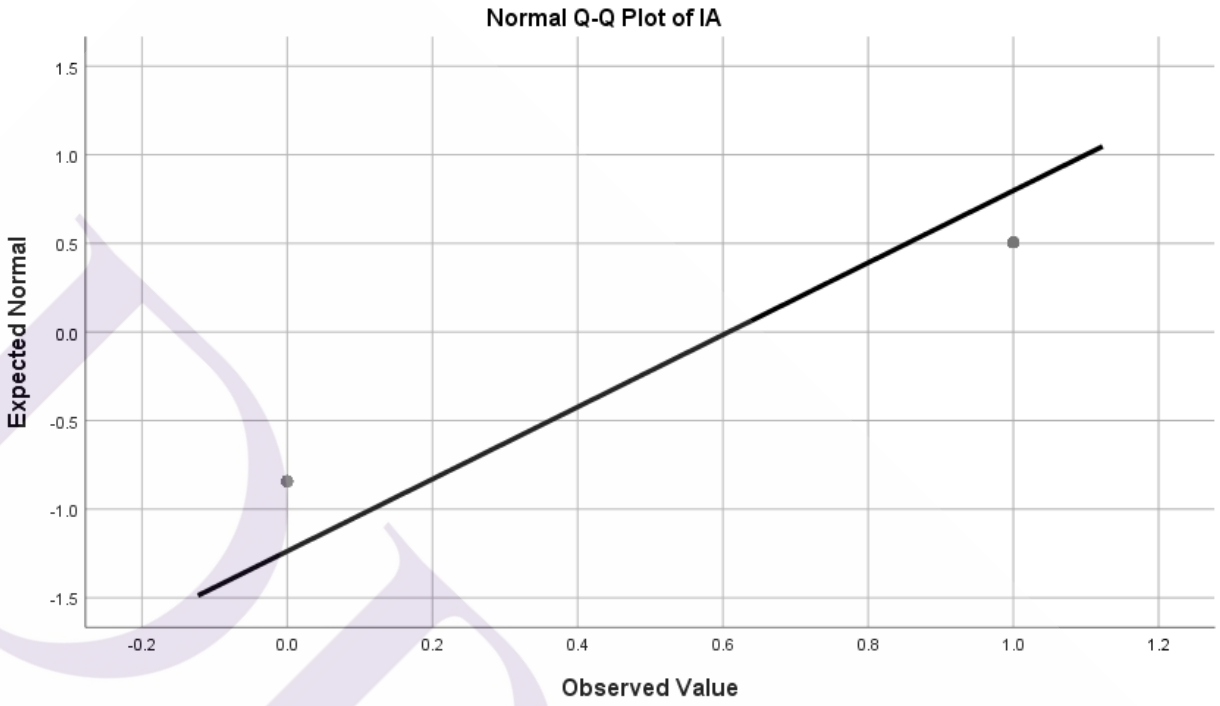

Normal Q-Q Plot of POL
Expected Normal
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value

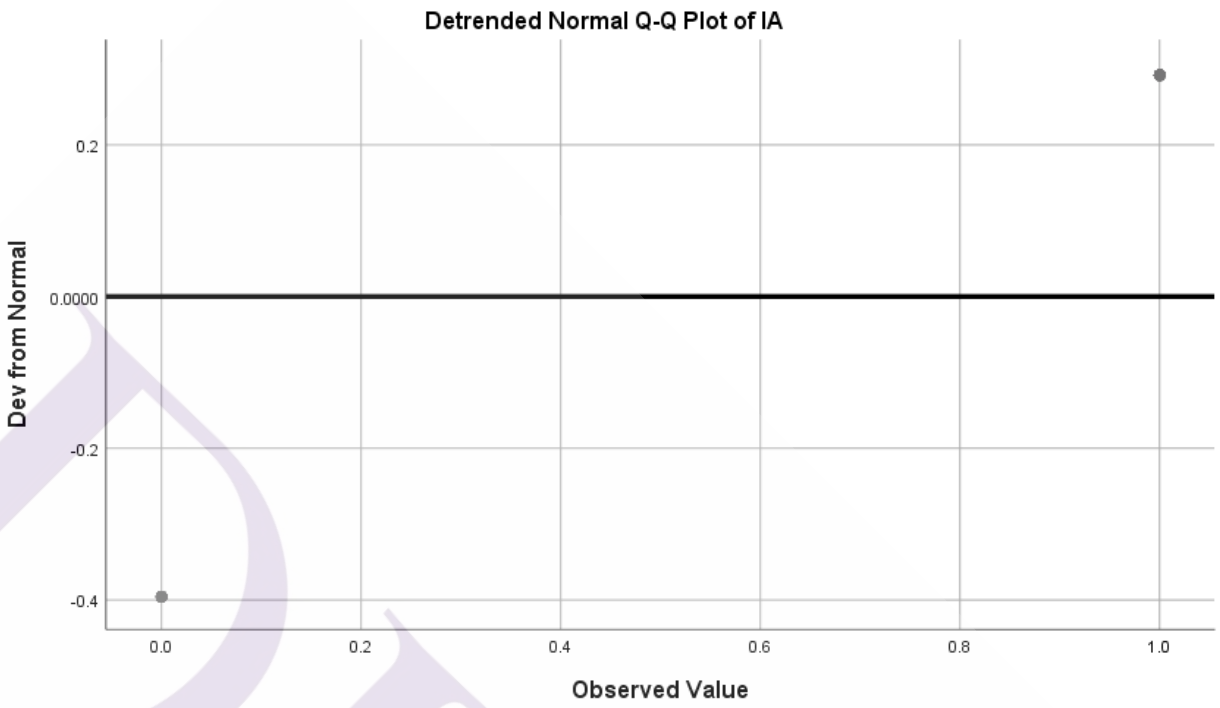

Detrended Normal Q-Q Plot of POL
Dev from Normal
0.4
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value

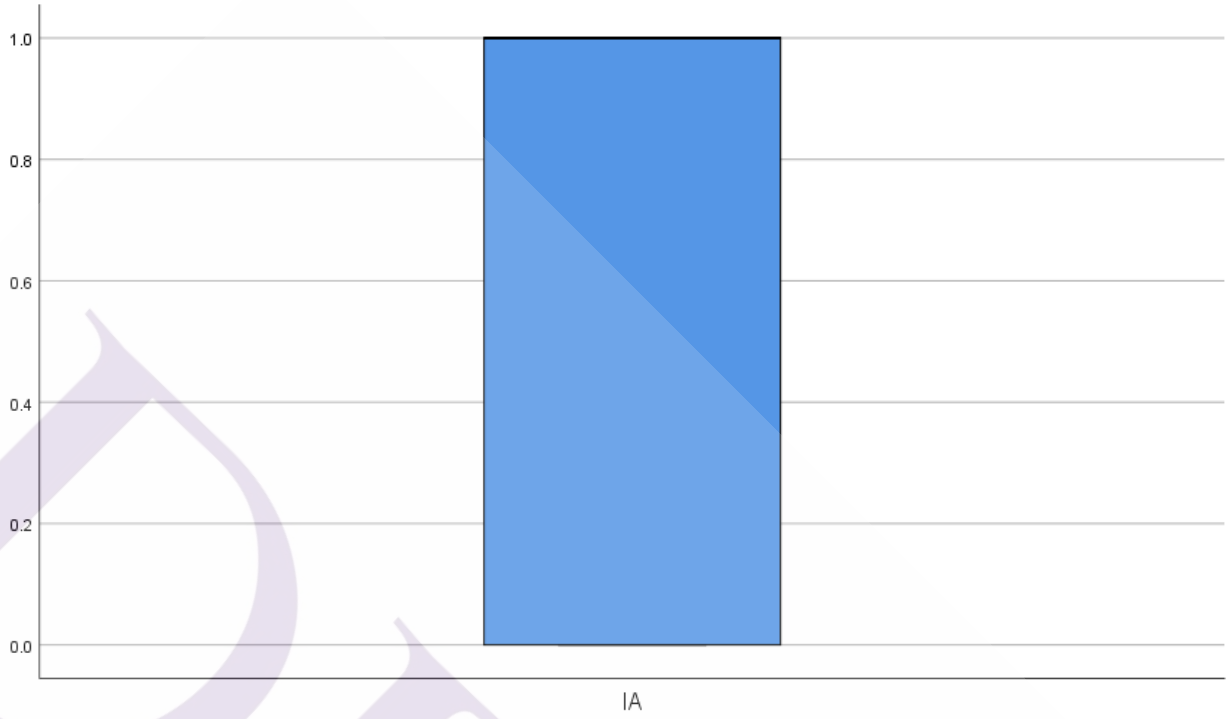


IA

```
IA Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    29.00        0 .  00000000000000000000000000000
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
      .00        0 .
    45.00        1 .  000000000000000000000000000000000000000000000000

 Stem width:      1.00
 Each leaf:        1 case(s)
```


Normal Q-Q Plot of IA
Expected Normal
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
1.2
Observed Value


Detrended Normal Q-Q Plot of IA
Dev from Normal
0.2
0.0000
-0.2
-0.4
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
1.0
Observed Value




```
DESCRIPTIVES VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL
IA
  /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.
```

Descriptives

Notes

Output Created		24-JUL-2019 18:39:30
Comments		
Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\อ.ปุ๋ม\IPO.sav

	Active Dataset	DataSet0
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74
Missing Value Handling	Definition of Missing	User defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	All non-missing data are used.
Syntax		DESCRIPTIVES VARIABLES=return UDW UDQ FA AD IP PR ROE EBIDA SGR OS POL IA /STATISTICS=MEAN STDDEV MIN MAX.
Resources	Processor Time	00:00:00.00
	Elapsed Time	00:00:00.00

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
return	74	-20.16	200.00	34.2022	44.00518
UDW	74	.00	1.00	.1486	.35817
UDQ	74	.00	1.00	.8514	.35817
FA	74	.00	1.00	.8108	.39433
AD	74	.00	1.00	.6351	.48468
IP	74	.00	1.00	.7838	.41447
PR	74	.00	1.00	.6081	.49151
ROE	74	.00	1.00	.4730	.50268
EBIDA	74	.00	1.00	.7973	.40476
SGR	74	.00	1.00	.7838	.41447
OS	74	.10	.40	.2618	.05326
POL	74	.00	1.00	.4865	.50323

IA	74	.00	1.00	.6081	.49151
Valid N (listwise)	74				

```
EXAMINE VARIABLES=return
  /PLOT BOXPLOT STEMLEAF
  /COMPARE GROUPS
  /STATISTICS DESCRIPTIVES
  /CINTERVAL 95
  /MISSING LISTWISE
  /NOTOTAL.
```

Explore

Notes

Output Created		24-JUL-2019 18:41:25
Comments		
Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\๑.ปุ๋ย\IPO.sav
	Active Dataset	DataSet0
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.

Syntax		EXAMINE VARIABLES=return /PLOT BOXPLOT STEMLEAF /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.
Resources	Processor Time	00:00:00.80
	Elapsed Time	00:00:00.28

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
return	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%

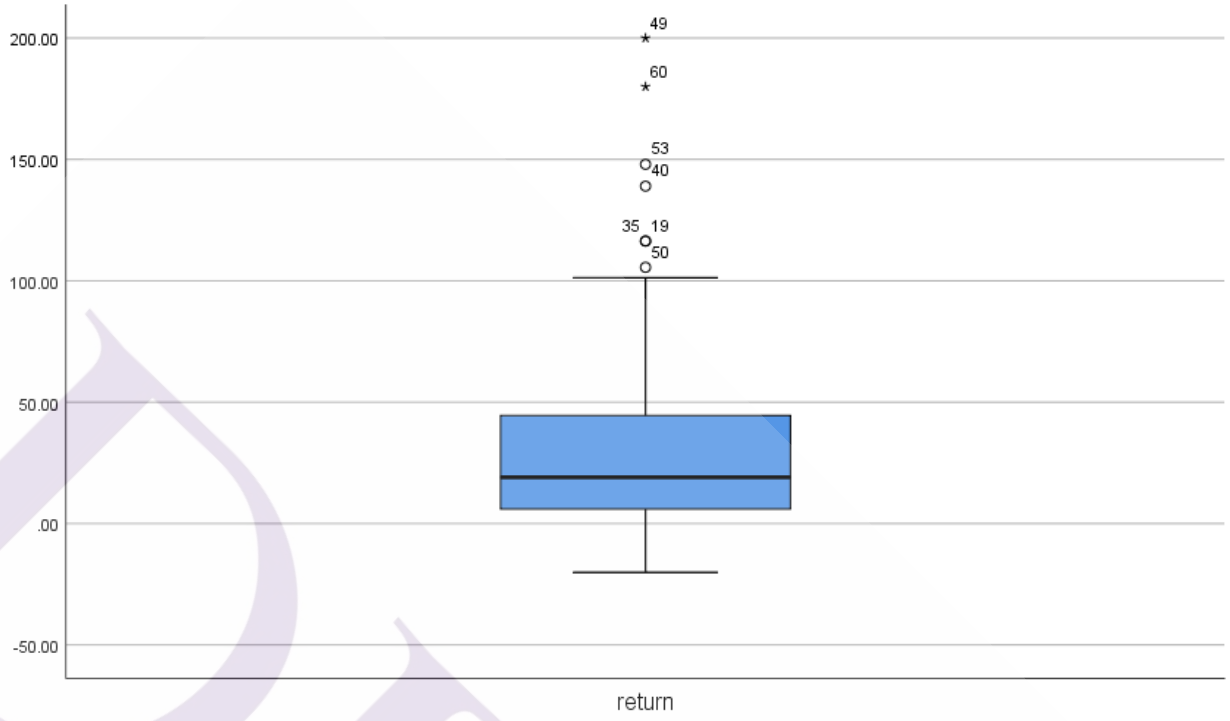
Descriptives

			Statistic	Std. Error
return	Mean		34.2022	5.11550
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	24.0070	
		Upper Bound	44.3973	
	5% Trimmed Mean		29.4060	
	Median		19.0950	
	Variance		1936.456	
	Std. Deviation		44.00518	
	Minimum		-20.16	
	Maximum		200.00	
	Range		220.16	

	Interquartile Range	38.90	
	Skewness	1.810	.279
	Kurtosis	3.599	.552

return

```
return Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    14.00       -0 .  00000000001112
    43.00        0 .  00000000001111111111111222222333334444444
     9.00        0 .  555666668
     1.00        1 .  0
     7.00 Extremes    (>=106)

 Stem width:    100.00
 Each leaf:        1 case(s)
```




```
EXAMINE VARIABLES=return
  /PLOT BOXPLOT STEMLEAF
  /COMPARE GROUPS
  /STATISTICS DESCRIPTIVES EXTREME
  /CINTERVAL 95
  /MISSING LISTWISE
  /NOTOTAL.
```

Explore

Notes

Output Created	24-JUL-2019 18:41:56
Comments	

Input	Data	C:\Users\Admin\Desktop\อ.ปุ๋ม\IPO.sav
	Active Dataset	DataSet0
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	74
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values for dependent variables are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any dependent variable or factor used.
Syntax		EXAMINE VARIABLES=return /PLOT BOXPLOT STEMLEAF /COMPARE GROUPS /STATISTICS DESCRIPTIVES EXTREME /CINTERVAL 95 /MISSING LISTWISE /NOTOTAL.
Resources	Processor Time	00:00:00.76
	Elapsed Time	00:00:00.34

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
return	74	100.0%	0	0.0%	74	100.0%

Descriptives

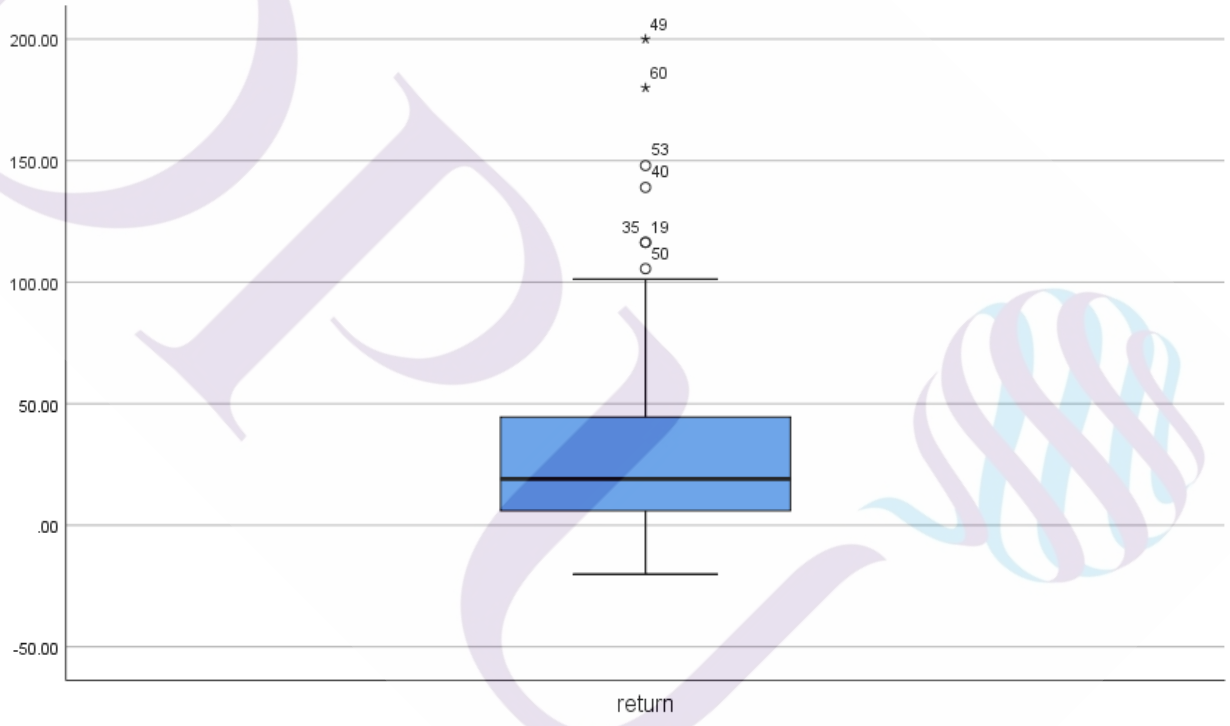
			Statistic	Std. Error
return	Mean		34.2022	5.11550
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	24.0070	
		Upper Bound	44.3973	
	5% Trimmed Mean		29.4060	
	Median		19.0950	
	Variance		1936.456	
	Std. Deviation		44.00518	
	Minimum		-20.16	
	Maximum		200.00	
	Range		220.16	
	Interquartile Range		38.90	
	Skewness		1.810	.279
	Kurtosis		3.599	.552

Extreme Values

			Case Number	Value
return	Highest	1	49	200.00
		2	60	180.00
		3	53	148.00
		4	40	139.00
		5	19	116.39
	Lowest	1	36	-20.16
		2	41	-12.84
		3	7	-12.00
		4	57	-11.11
		5	24	-9.71

return

```
return Stem-and-Leaf Plot

 Frequency    Stem &  Leaf

    14.00       -0 .  00000000001112
    43.00        0 .  00000000001111111111111222222333334444444
     9.00        0 .  555666668
     1.00        1 .  0
     7.00 Extremes    (>=106)

 Stem width:    100.00
 Each leaf:        1 case(s)
```



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-นามสกุล	รักชนก สำเนียงล้ำ
ประวัติการศึกษา	พ.ศ. 2535 บริหารธุรกิจบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับสอง) สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยรามคำแหง
	พ.ศ. 2545 วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
	พ.ศ. 2553 บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
	พ.ศ. 2558 นิติศาสตร์บัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน	บริษัท วี.แอล. เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)